

## Overweight (Maintain)



음식료/유통  
Analyst 박상준, CFA  
sjpark@kiwoom.com

# 유통

## 2Q25 Preview: 매출 회복 신호 확인



주요 유통 업체들의 2분기 실적은 대체로 시장 기대치를 하회할 전망이나, 소비 심리가 반등한 5월부터 매출 회복 신호가 나타나고 있다. 특히, 3분기부터 소비의 기저가 낮아지고, 민생회복지원금 등과 같은 직접적인 소비 진작이 실시되면서, 매출 회복 기대감이 더욱 커질 전망이다. 또한, 할인점은 홈플러스의 영업력 약화가 심화되면서, 경쟁점 중심의 반사수혜 기대감이 확대될 것으로 전망된다.

### >>> 소비심리 부진 영향이 지속된 2분기

주요 유통 업체의 2분기 기존점 성장률과 영업이익은 대체로 시장 기대치를 하회할 전망이다. 다만, 정치적 불확실성이 완화되고, 소비심리가 반등하면서, 월별 매출 흐름은 점차 반등하는 분위기이다. 다만, 6월은 5월 대비 부진한 흐름이었는데, 선거일 휴일 지정으로 소비의 일부가 해외로 이탈하고, 이를 장마 영향이 있었다는 점을 감안한다면 크게 우려할 수준은 아닌 것으로 판단된다.

업태별 기존점 성장률의 차이는 크지 않은 편이다. 백화점은 소비심리 부진 속에서도 와치/주얼리 중심의 성장세가 지속되면서, 기존점 성장률이  $-1\sim+2\%$  수준을 기록할 전망이다(관리기준: 신세계  $+2\%$ , 롯데  $+0\sim1\%$ , 현대  $-1\sim0\%$ ). 할인점은 소비심리 부진 속에 판촉 행사 강도 차이, 이마트 PP센터 매출 축소 영향 등이 반영되면서, 롯데마트의 기존점 성장률이 상대적으로 양호할 전망이다(이마트  $-0.9\%$ , 롯데마트  $+2\%$ ). 편의점은 소비심리 부진 및 날씨 영향에 따른 동일점 매출 부진과 점포 순증 둔화로 인해, 매출 성장률이 시장 기대치를 하회하면서, 고정비 증가 부담에 따른 이익 감소가 두드러질 것으로 판단된다. 한편, 면세점은 롯데와 현대의 구조조정으로 인해, 시내 면세점 할인율이 개선되면서, 전반적으로 수익성이 전분기 대비 개선될 전망이다.

### >>> 하반기 실적 회복 본격화 전망

소비심리 반등, 금리 인하 누적, 정부의 내수 부양정책 본격화 등에 힘입어, 주요 유통 업체들의 매출은 3분기부터 본격적으로 회복될 전망이다. 특히, 3분기부터는 소비의 기저가 낮아지고, 민생회복지원금(7/21~) 등과 같은 직접적인 소비 진작이 실시되기 때문에, 매출 회복 기대감이 더욱 커질 전망이다. 편의점을 제외한 주요 유통 업체들은 이번 민생회복 소비쿠폰의 직접적인 사용처는 아니지만, 백화점과 할인점도 2020년의 두 차례 재난지원금 지급 사례처럼 전반적인 소비 회복에 따른 수혜를 기대해 볼 수 있을 것이다.

또한, 할인점은 홈플러스 영업력 약화에 따른 반사수혜도 기대되는 상황이다. 홈플러스는 유동성 약화 이후 과거대비 재고 매입과 운영 측면에서 어려움이 확대되고 있다. 현재 홈플러스의 판관비율 레벨(35%)로는 할인점으로서 가격 경쟁력을 유지하기 어려운 상황이다. 따라서, 9월까지 홈플러스가 새로운 인수 자리를 찾지 못한다면, 점포 구조조정에 대한 압력이 더욱 커지면서, 경쟁점들의 반사수혜 기대감이 확대될 수 있을 것이다(밸류에이션 상승 요인).

### Compliance Notice

- 당사는 7월 11일 현재 상기에 언급된 종목들의 발행주식 을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사는 자료 작성일 현재 동 자료상 에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

## 상법 및 세법개정 기대감도 긍정적

또한, 상법과 세법 개정으로 자사주 소각 의무화, 배당소득 분리과세 등의 정책이 현실화된다면, 유통 업체들의 주주환원정책 강화에 대한 기대감도 확대될 전망이다. 특히, 배당수익률 매력도가 높은 **BGF리테일, GS리테일, 롯데쇼핑**은 배당성향이 35%를 넘을 가능성이 높기 때문에, 배당소득 분리과세로 주주들의 세후수익률 개선이 가능하다. 따라서, 밸류에이션 레벨이 상승할 가능성성이 있다.

**신세계, 현대백화점**도 주주환원정책에 대한 적극성이 확대되면서, 배당성향이 상향될 가능성이 있다. 양사 모두 배당성향이 20% 이하에 불과하나, 주주환원규모가 꾸준히 늘어나고 있는 상황이다. 특히, 신세계는 자사주 비율이 9%로 업종 내에서 가장 높은 수준이기 때문에, 자사주 소각 의무화에 따른 기대감도 있는 상황이다.

## 유통 업종 투자전략

**유통 업종에 대한 투자의견 Overweight를 유지하고, 업종 최선후주로 이마트를 유지한다.** 내수 소비경기 회복, 할인점 산업의 과정화 등의 가능성을 감안한다면, 백화점과 할인점 중심의 투자전략이 여전히 유효한 것으로 판단된다. 특히, 이마트는 연말로 갈수록 기존점 매출 회복 효과가 강해지고, 홈플러스 영업력 약화에 따른 반사수혜 기대감도 커질 가능성이 높기 때문에, 업종 최선후주 관점을 유지한다.

## 유통 연결기준 2Q25 실적 Preview (단위: 억원)

회사명	구분	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25E	YoY	3Q25E	YoY
<b>BGF 리테일</b>	매출액	22,029	23,256	22,165	20,165	22,254	1.0%	24,063	3.5%
	영업이익	762	912	516	226	688	-9.7%	936	2.7%
	OPM	3.5%	3.9%	2.3%	1.1%	3.1%	-0.4%p	3.9%	0.0%p
	순이익	585	699	435	134	523	-10.5%	711	1.8%
<b>GS 리테일</b>	매출액	29,371	30,547	29,622	27,613	29,577	0.7%	31,189	2.1%
	영업이익	810	806	277	387	698	-13.9%	835	3.5%
	OPM	2.8%	2.6%	0.9%	1.4%	2.4%	-0.4%p	2.7%	0.0%p
	순이익	475	-600	-493	67	436	-8.1%	540	흑전
<b>신세계</b>	매출액	16,044	15,401	18,212	16,658	16,724	4.2%	16,759	8.8%
	영업이익	1,175	930	1,036	1,323	824	-29.8%	1,108	19.2%
	OPM	7.3%	6.0%	5.7%	7.9%	4.9%	-2.4%p	6.6%	0.6%p
	순이익	366	210	-528	575	119	-67.4%	351	66.9%
<b>현대백화점</b>	매출액	10,238	10,368	11,752	10,981	11,027	7.7%	10,770	3.9%
	영업이익	428	646	1,077	1,125	770	79.7%	730	13.0%
	OPM	4.2%	6.2%	9.2%	10.2%	7.0%	2.8%p	6.8%	0.5%p
	순이익	-1,455	212	200	679	332	흑전	324	52.6%
<b>롯데쇼핑</b>	매출액	34,278	35,684	34,771	34,568	33,888	-1.1%	35,792	0.3%
	영업이익	561	1,550	1,472	1,482	416	-25.9%	1,466	-5.4%
	OPM	1.6%	4.3%	4.2%	4.3%	1.2%	-0.4%p	4.1%	-0.2%p
	순이익	-908	-1	-9,550	162	-21	적지	326	흑전
<b>이마트</b>	매출액	70,560	75,085	72,497	72,189	70,568	0.0%	71,276	-5.1%
	영업이익	-346	1,117	-771	1,593	343	흑전	2,111	88.9%
	OPM	-0.5%	1.5%	-1.1%	2.2%	0.5%	1.0%p	3.0%	1.5%p
	순이익	-1,464	1,206	-5,917	708	-251	적지	975	-19.2%

자료: 회사자료, 키움증권 리서치(순이익은 지배주주순이익 기준임)

## 유통 업종 실적 전망 및 Valuation Table (단위: 십억원, 배)

종목명	BGF 리테일	GS 리테일	신세계	현대백화점	롯데쇼핑	이마트
종목코드	282330	007070	004170	069960	023530	139480
종가(7/11, 원)	120,600	17,440	185,600	78,600	78,100	96,200
시가총액(7/11, 조원)	2.08	1.46	1.79	1.78	2.21	2.65
매출액	'24	8,699	11,547	6,570	4,188	13,987
	'25E	8,925	11,757	6,868	4,448	14,037
	'26E	9,176	12,170	6,993	4,413	14,385
영업이익	'24	252	239	477	284	473
	'25E	243	238	499	400	586
	'26E	256	250	516	393	620
OPM	'24	2.9%	2.1%	7.3%	6.8%	3.4%
	'25E	2.7%	2.0%	7.3%	9.0%	4.2%
	'26E	2.8%	2.1%	7.4%	8.9%	4.3%
순이익	'24	195	-37	108	-36	-968
	'25E	182	129	181	203	199
	'26E	193	145	197	215	265
PER	'24	9.1	666.9	12.1	-30.6	-1.6
	'25E	11.4	11.8	10.1	8.7	11.1
	'26E	10.8	10.5	9.1	8.3	8.3
PBR	'24	1.50	0.43	0.31	0.24	0.10
	'25E	1.61	0.45	0.41	0.39	0.14
	'26E	1.48	0.43	0.39	0.38	0.14
ROE	'24	17.3%	3.7%	2.5%	-0.8%	-7.7%
	'25E	14.7%	3.8%	4.2%	4.5%	1.3%
	'26E	14.3%	4.2%	4.4%	4.6%	1.7%
배당수익률	'24	4.0%	3.0%	3.4%	3.0%	7.0%
	'25E	3.6%	4.0%	2.5%	2.3%	4.9%
	'26E	3.6%	4.0%	2.6%	2.5%	4.9%

자료: 각 사 자료, 키움증권 리서치 추정(순이익은 지배주주순이익 기준임)

## 유통 업종 투자의견 및 목표주가 변경 내역

종목코드	종목명	변경내역	변경사유
282330	BGF 리테일	투자의견: BUY → Outperform	주가 상승에 따른 기대 수익률 축소
004170	신세계	목표주가: 190,000 원 → 225,000 원	실적 추정치 참조기간 변경 및 업황 회복 기대감 반영에 따른 Target PER 상향
069960	현대백화점	목표주가: 81,000 원 → 95,000 원	실적 추정치 참조기간 변경 및 업황 회복 기대감 반영에 따른 Target PER 상향
139480	이마트	목표주가: 130,000 원 → 140,000 원	실적 추정치 참조기간 변경

자료: 키움증권 리서치

## 홈플러스 M&amp;A 추진 세부 일정 요약

일자 / 기간	일정
25. 6. 17	M&A 및 매각주간사 선정 허가신청
25. 6. 24	매각전략 보고
25. 6. 25 ~ 7. 14	스토킹 호스 계약 준비
25. 7. 15	조건부 투자계약 체결
25. 7. 21	공개 경쟁입찰 매각공고
25. 7. 22 ~ 8. 11	공개 경쟁입찰 인수의향서(LOI) 접수
25. 8. 12 ~ 9. 2	공개 경쟁입찰 예비심사
25. 9. 5	공개 경쟁입찰 입찰서류 접수
25. 9. 12	공개 경쟁입찰 최고득점자 선정
25. 9. 15 ~ 19	스토킹 호스 우선매수권 행사기간
25. 9. 22	최종 인수예정자 결정
25. 10. 17	회생계획안 제출
25. 11. 7	관계인집회

자료: 언론보도 인용, 키움증권 리서치

## 홈플러스 주요 재무지표 추이 (단위: 십억원)

구분	FY21/22 2022.02	FY22/23 2023.02	FY23/24 2024.02	FY24/25 2025.02
총차입금	5,500	5,193	5,313	5,468
리스부채	4,065	3,896	3,850	3,454
상환전환우선주	915	986	1,066	
조정총차입금	6,415	6,179	6,379	5,468
순차입금	5,254	5,085	5,104	5,329
순차입금-리스부채	1,188	1,189	1,254	1,875
자산총계	9,848	9,096	8,785	8,917
부채총계	8,559	8,225	8,520	7,431
자본총계	1,289	871	265	1,486
순매출액	6,481	6,601	6,932	6,992
판관비	2,201	2,315	2,377	2,472
(판관비율)	34%	35%	34%	35%
영업이익	-134	-260	-199	-314
EBITDA	334	221	272	154
EBITDA-리스부채 상환	48	-61	-16	-162
금융비용	386	391	457	555
당기순이익	-37	-446	-574	-676
홈플러스 기말 점포 수(점)	135	133	130	126

자료: 한국신용평가, 한국기업평가, 금융감독원 전자공시시스템, 키움증권 리서치

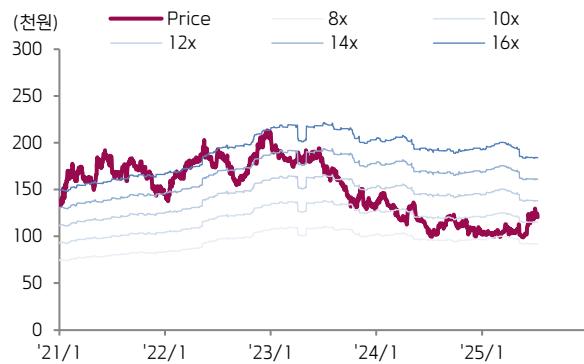
주: 1) 조정총차입금 = 총차입금 + 상환전환우선주

2) 24년 3월에 토지 재평가를 통해 약 8,900억원의 자본 규모 확대가 있었음

3) 25년 2월에 상환전환우선주의 상환조건을 변경하면서, 상환전환우선주가 부채에서 자본으로 전환됨

4) 홈플러스 감사인 한영회계법인은 계속기업가정에 대한 불확실성과 주요 감사절차의 제약을 근거로 FY24/25 감사보고서에 '의견거절'을 표명

## BGF리테일 FW12M PER 밴드 추이



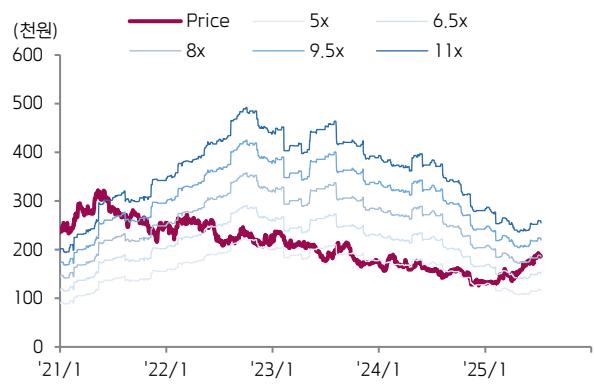
자료: Fn Guide

## GS리테일 FW12M PER 밴드 추이



자료: Fn Guide

## 신세계 FW12M PER 밴드 추이



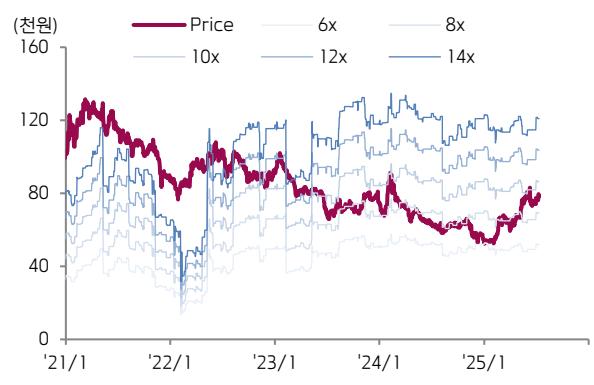
자료: Fn Guide

## 현대백화점 FW12M PER 밴드 추이



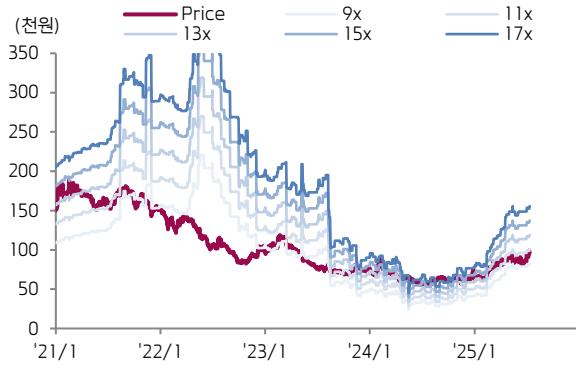
자료: Fn Guide

## 롯데쇼핑 FW12M PER 밴드 추이



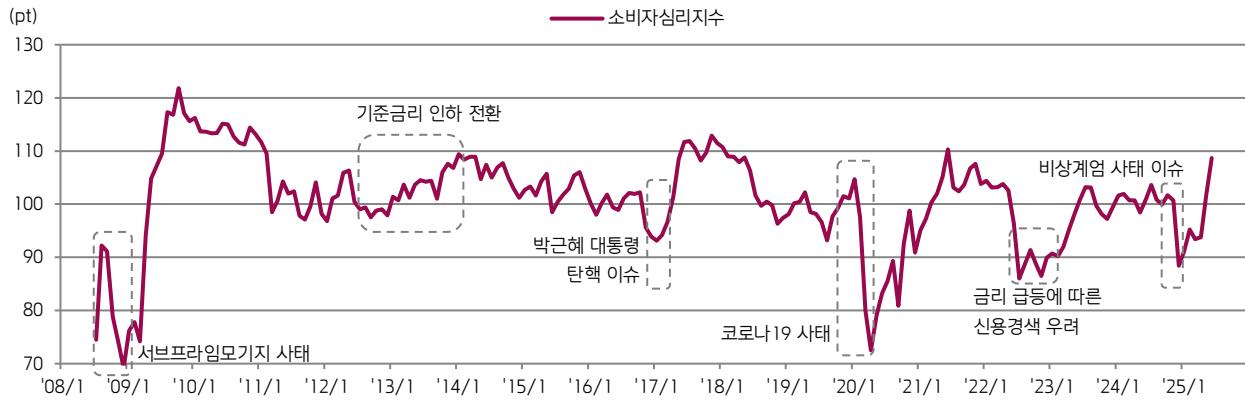
자료: Fn Guide

## 이마트 FW12M PBR 밴드 추이



자료: Fn Guide

## 한국 소비자심리지수 추이



자료: 한국은행, 키움증권 리서치

## 월별 주요 유통업태 매출 동향

구분	'24/7	'24/8	'24/9	'24/10	'24/11	'24/12	'25/1	'25/2	'25/3	'25/4	'25/5	'25/6
휴일 수(日)	8	10	12	10	9	10	12	8	11	8	11	11
휴일 YoY(%)	-2	1	1	-1	1	-1	3	-2	0	-1	1	0
한국 소비자심리지수(pt)	103.6	100.8	100.0	101.7	100.7	88.4	91.2	95.2	93.4	93.8	101.8	108.7
한국 전체 수출금액 YoY(%)	13.9	10.9	7.1	4.6	1.3	6.6	-10.1	0.4	2.8	3.5	-1.3	4.3
신자부 전체 매출 YoY(%)	6.3	9.2	6.7	6.7	8.0	8.9	11.7	4.4	9.2	7.0	7.0	7.0
신자부 오프라인 매출(전점) YoY(%)	-3.0	5.0	-0.9	0.0	3.9	-0.3	8.8	-7.7	-0.2	-1.9	0.9	
대형마트	-7.9	5.9	-6.5	-3.4	5.7	-6.6	16.1	-18.8	-0.2	-3.1	0.2	
백화점	-6.4	4.4	0.3	-2.6	1.4	1.1	10.3	-3.6	-2.1	-2.9	2.3	
편의점	2.9	4.5	2.5	3.7	5.1	2.4	1.7	-4.6	1.4	-0.6	-0.2	
SSM	1.4	6.7	-2.7	7.1	6.8	3.4	4.8	-1.2	3.6	0.2	1.0	
이마트 기준점 YoY(%)	-8.5	-0.2	-5.8	3.4	3.4		-0.2	-1.5		-2.6	2.5	-2.7
신세계 기준점 YoY(%)	-1.2	5.2	1.9	-3.2	-1.9	0.6	10.4	-7.0	-4.7	-2.5	2.3	0.1
신자부 편의점 점포 수 YoY(%)	3.1	2.2	1.8	1.6	1.6	1.3	1.1	0.9	0.3	-0.2	-0.6	
신자부 온라인 매출 YoY(%)	16.9	13.9	15.7	13.9	11.8	18.8	14.6	16.7	19.0	15.8	13.0	
통계청 온라인 매출 YoY(%)	6.6	3.6	3.4	1.4	2.0	4.6	1.6	3.7	2.5	2.8	0.9	
F&B 상품 + 서비스	13.3	16.0	11.7	15.4	12.4	13.6	14.9	7.4	12.0	11.7	9.9	
의복	1.3	-1.9	-6.8	-2.9	0.3	9.9	1.3	-3.9	1.5	1.0	3.8	
재화 전체	7.3	2.6	3.0	0.1	0.7	4.9	-0.5	5.7	2.0	3.0	2.2	
식품	14.1	13.6	7.4	16.0	11.3	12.4	13.1	5.0	9.9	10.1	6.6	
농축수산물	15.2	13.3	2.2	15.8	10.7	10.2	22.7	-2.7	11.1	13.1	9.4	
음식료품	13.8	13.7	9.6	16.1	11.6	13.3	9.2	8.3	9.5	9.0	5.6	
서비스 전체	5.3	5.5	4.2	4.3	4.9	4.0	5.8	-0.3	3.7	2.4	-1.8	
음식서비스	12.4	18.9	18.2	14.7	13.8	15.1	17.5	10.4	14.6	13.9	14.2	
면세점 시장규모(조원)	1.01	1.24	1.19	1.11	1.01	1.26	0.95	1.00	1.08	1.18	1.05	
면세점 시장규모 YoY(%)	1.6	9.4	-10.0	-16.4	-12.2	-3.8	-40.0	9.3	-8.6	-5.2	-16.1	
중국 화장품 소매판매 YoY(%)	-6.1	-6.1	-4.5	40.1	-26.4	-26.4	4.4	1.1	7.2	4.4		

자료: 한국은행, 산업통상자원부, 이마트, 신세계, 통계청, 한국면세점협회, Bloomberg, 키움증권 리서치

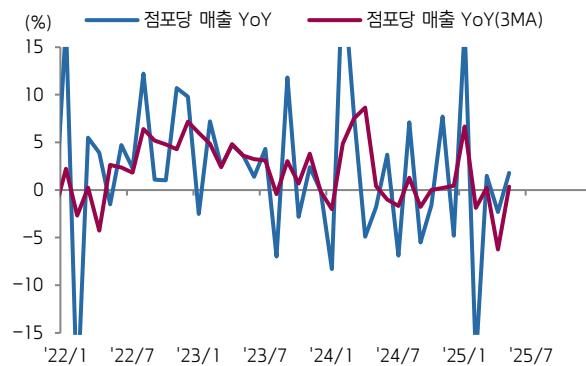
주: 1) 1월과 8월 데이터가 없는 경우, 당해 2월과 9월 데이터는 각각 1~2월 누계, 8~9월 누계 기준임.

## 백화점 점포당 매출 YoY 증가율 추이



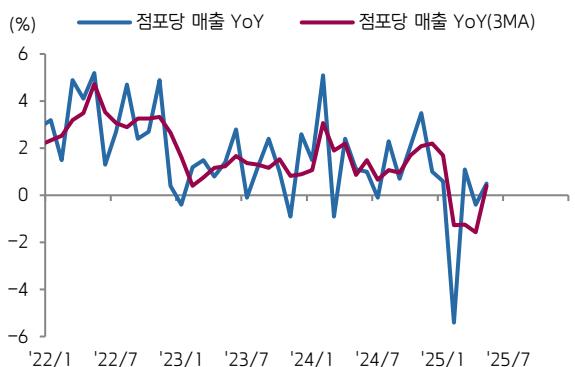
자료: 산업통상자원부, 키움증권 리서치

## 대형마트 점포당 매출 YoY 증가율 추이



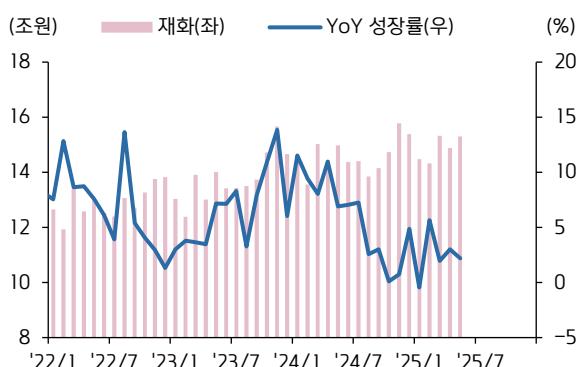
자료: 산업통상자원부, 키움증권 리서치

## 편의점 점포당 매출 YoY 증가율 추이



자료: 산업통상자원부, 키움증권 리서치

## 이커머스 재화 시장규모 추이(서비스 제외 기준)



자료: 통계청, 키움증권 리서치

## 한국 면세점 시장규모 및 YoY 성장률 추이



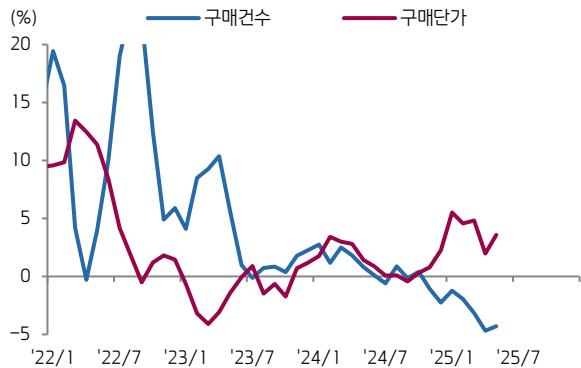
자료: 한국면세점협회, 키움증권 리서치

## 한국 면세점 시장규모 및 19년 대비 증감률 추이



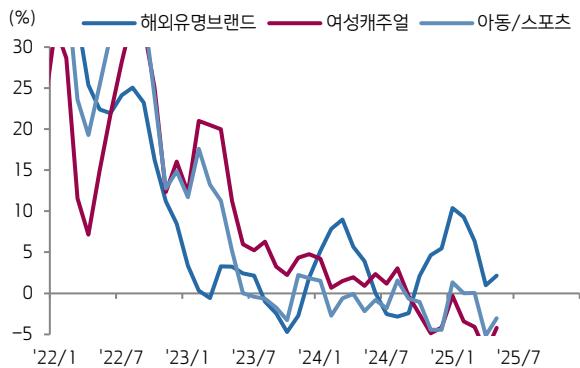
자료: 한국면세점협회, 키움증권 리서치

## 백화점 구매건수/구매단가 YoY 증가율 추이(3MA)



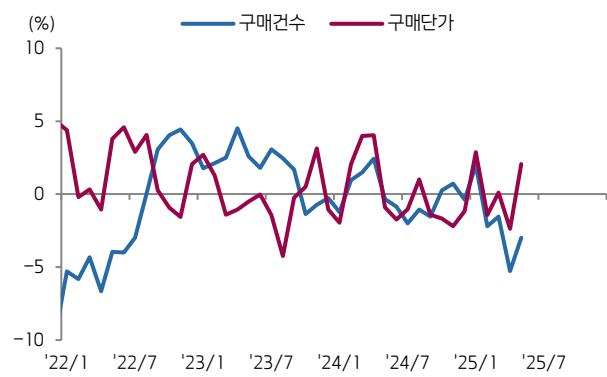
자료: 산업통상자원부, 키움증권 리서치

## 백화점 상품군별 매출액 YoY 증가율 추이(3MA)



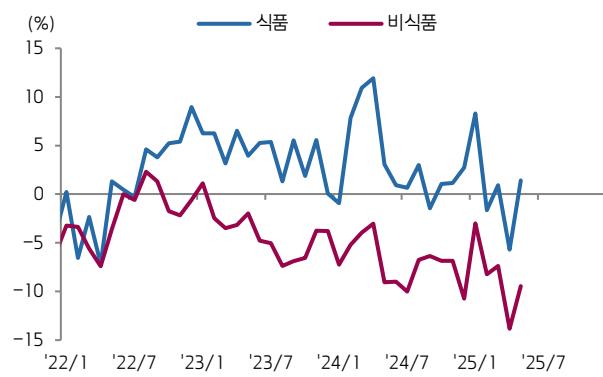
자료: 산업통상자원부, 키움증권 리서치

## 대형마트 구매건수/구매단가 YoY 증가율 추이(3MA)



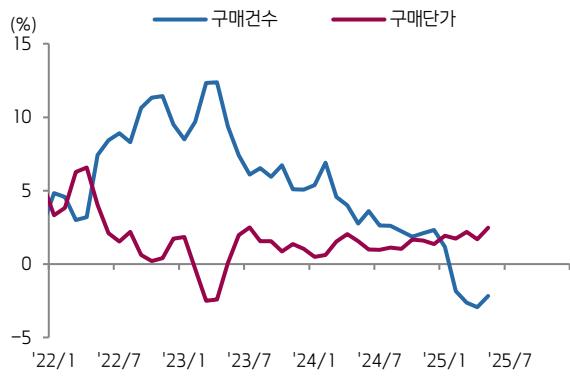
자료: 산업통상자원부, 키움증권 리서치

## 대형마트 상품군별 매출액 YoY 증가율 추이(3MA)



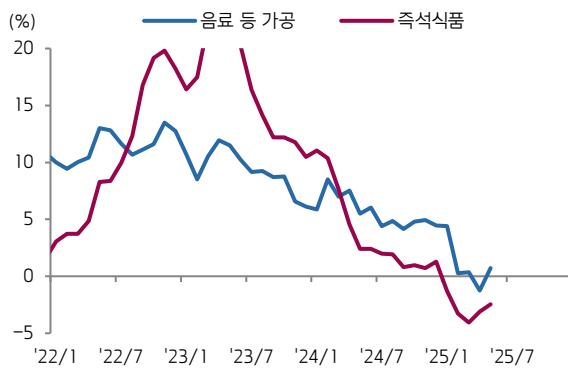
자료: 산업통상자원부, 키움증권 리서치

## 편의점 구매건수/구매단가 YoY 증가율 추이(3MA)



자료: 산업통상자원부, 키움증권 리서치

## 편의점 상품군별 매출액 YoY 증가율 추이(3MA)



자료: 산업통상자원부, 키움증권 리서치

## 1) BGF리테일 2Q25 Preview

투자의견 BUY,  
목표주가 135,000원

**BGF리테일의 2Q25 연결기준 영업이익은 688억원(-10% YoY)으로 시장 컨센서스를 하회할 것으로 전망된다.** 판관비 증가율 둔화에도 불구하고, 1) 편의점 점포 순증 둔화와 2) 동일점 성장을 부진(-2%) 등의 영향으로 인해, 전사 영업이익이 전년동기 대비 감소할 것으로 판단된다.

상반기 편의점 기존점 성장을 부진은 여러 가치 측면에서 해석할 수 있겠으나, 날씨 영향 외에도 식료품 물가 상승에 대한 소비자들의 가격 저항과 근거리 상권의 대체 채널 증가 (다이소/무인 점포/중소기업 식자재마트 등)가 나타난 결과로 추산된다. 따라서, 날씨 영향에 따른 기저효과로 월별 기존점 성장률의 변동성이 일부 발생할 수 있으나, 하반기에 도 어려운 업황이 극적으로 반전되기는 어려워 보인다.

한편, 7/21부터 신청 가능한 민생지원금은 단기적으로 업황 부진을 일부 방어해 줄 수 있을 것이다. 다만, 중기적으로는 경쟁사 영업력 약화에 따른 반사수혜, 물가 상승에 따른 소비자 저항이 완화, 대체 채널 증가에 대한 대응 전략 등이 선행되어야 본격적인 실적 회복이 가능할 것으로 판단된다.

### BGF리테일 연결기준 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25E	3Q25E	4Q25E	2024	2025E	2026E
<b>매출액</b>	<b>1,953.8</b>	<b>2,202.9</b>	<b>2,325.6</b>	<b>2,216.5</b>	<b>2,016.5</b>	<b>2,225.4</b>	<b>2,406.3</b>	<b>2,276.7</b>	<b>8,698.8</b>	<b>8,924.8</b>	<b>9,175.7</b>
(YoY)	5.6%	5.0%	5.4%	8.6%	3.2%	1.0%	3.5%	2.7%	6.2%	2.6%	2.8%
<b>별도기준</b>	<b>1,950.0</b>	<b>2,174.3</b>	<b>2,290.8</b>	<b>2,177.1</b>	<b>1,975.3</b>	<b>2,196.8</b>	<b>2,371.5</b>	<b>2,237.3</b>	<b>8,592.1</b>	<b>8,780.9</b>	<b>9,031.8</b>
(YoY)	6.1%	4.4%	4.7%	7.6%	1.3%	1.0%	3.5%	2.8%	5.7%	2.2%	2.9%
<b>매출총이익</b>	<b>361.1</b>	<b>416.1</b>	<b>440.2</b>	<b>408.3</b>	<b>369.6</b>	<b>419.1</b>	<b>452.4</b>	<b>417.0</b>	<b>1,625.7</b>	<b>1,658.1</b>	<b>1,722.5</b>
(GPM)	18.5%	18.9%	18.9%	18.4%	18.3%	18.8%	18.8%	18.3%	18.7%	18.6%	18.8%
<b>별도기준</b>	<b>353.3</b>	<b>406.2</b>	<b>428.1</b>	<b>392.0</b>	<b>354.3</b>	<b>409.3</b>	<b>440.3</b>	<b>400.6</b>	<b>1,579.6</b>	<b>1,604.5</b>	<b>1,668.8</b>
(GPM)	18.1%	18.7%	18.7%	18.0%	17.9%	18.6%	18.6%	17.9%	18.4%	18.3%	18.5%
<b>판관비</b>	<b>328.5</b>	<b>339.9</b>	<b>349.0</b>	<b>356.7</b>	<b>347.0</b>	<b>350.4</b>	<b>358.8</b>	<b>359.0</b>	<b>1,374.1</b>	<b>1,415.2</b>	<b>1,466.4</b>
(YoY)	10.2%	6.6%	6.0%	10.3%	5.6%	3.1%	2.8%	0.6%	8.2%	3.0%	3.6%
(판관비율)	16.8%	15.4%	15.0%	16.1%	17.2%	15.7%	14.9%	15.8%	15.8%	15.9%	16.0%
<b>별도기준</b>	<b>319.9</b>	<b>336.8</b>	<b>345.7</b>	<b>346.8</b>	<b>331.1</b>	<b>347.2</b>	<b>355.5</b>	<b>349.1</b>	<b>1,349.2</b>	<b>1,382.9</b>	<b>1,434.2</b>
(YoY)	10.7%	6.7%	6.2%	8.6%	3.5%	3.1%	2.8%	0.7%	8.0%	2.5%	3.7%
(판관비율)	16.4%	15.5%	15.1%	15.9%	16.8%	15.8%	15.0%	15.6%	15.7%	15.7%	15.9%
<b>영업이익</b>	<b>32.6</b>	<b>76.2</b>	<b>91.2</b>	<b>51.6</b>	<b>22.6</b>	<b>68.8</b>	<b>93.6</b>	<b>58.0</b>	<b>251.6</b>	<b>243.0</b>	<b>256.0</b>
(YoY)	-11.8%	-2.4%	4.8%	1.1%	-30.7%	-9.7%	2.7%	12.3%	-0.6%	-3.4%	5.4%
(OPM)	1.7%	3.5%	3.9%	2.3%	1.1%	3.1%	3.9%	2.5%	2.9%	2.7%	2.8%
<b>별도기준</b>	<b>33.4</b>	<b>69.4</b>	<b>82.4</b>	<b>45.2</b>	<b>23.2</b>	<b>62.0</b>	<b>84.8</b>	<b>51.5</b>	<b>230.4</b>	<b>221.5</b>	<b>234.6</b>
(YoY)	-16.0%	-2.8%	2.0%	-8.5%	-30.6%	-10.7%	2.9%	14.0%	-4.5%	-3.8%	5.9%
(OPM)	1.7%	3.2%	3.6%	2.1%	1.2%	2.8%	3.6%	2.3%	2.7%	2.5%	2.6%
세전이익	30.9	73.9	89.1	51.4	17.3	69.0	93.8	59.9	245.3	240.0	254.1
순이익	23.4	58.5	69.9	43.5	13.4	52.3	71.1	45.4	195.2	182.2	192.6
<b>(지배)순이익</b>	<b>23.4</b>	<b>58.5</b>	<b>69.9</b>	<b>43.5</b>	<b>13.4</b>	<b>52.3</b>	<b>71.1</b>	<b>45.4</b>	<b>195.2</b>	<b>182.2</b>	<b>192.6</b>
(YoY)	-15.5%	-1.7%	-0.2%	12.6%	-42.9%	-10.5%	1.8%	4.5%	-0.3%	-6.7%	5.7%

자료: 회사자료, 키움증권 리서치

## BGF리테일 추정 재무제표

포괄손익계산서					
12 월 결산, IFRS 연결	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
<b>매출액</b>	8,194.8	8,698.8	8,924.8	9,175.7	9,426.5
매출원가	6,672.0	7,073.0	7,266.7	7,453.2	7,643.8
<b>매출총이익</b>	1,522.8	1,625.7	1,658.1	1,722.5	1,782.7
판관비	1,269.6	1,374.1	1,415.2	1,466.4	1,518.0
<b>영업이익</b>	253.2	251.6	243.0	256.0	264.7
<b>EBITDA</b>	403.9	413.5	416.0	443.5	462.4
<b>영업외손익</b>	-4.8	-6.3	-3.0	-1.9	3.0
이자수익	25.7	28.4	28.2	28.1	33.0
이자비용	46.9	50.9	48.1	46.9	46.9
외환관련이익	1.2	3.4	2.0	2.0	2.0
외환관련손실	1.0	0.5	0.0	0.0	0.0
종속 및 관계기업손익	-0.3	-0.9	-0.9	-0.9	-0.9
기타	16.5	14.2	15.8	15.8	15.8
<b>법인세차감전이익</b>	248.4	245.3	240.0	254.1	267.7
법인세비용	52.5	50.1	57.8	61.5	64.8
<b>계속사업순이익</b>	195.8	195.2	182.2	192.6	202.9
<b>당기순이익</b>	195.8	195.2	182.2	192.6	202.9
<b>지배주주순이익</b>	195.8	195.2	182.2	192.6	202.9
<b>증감율 및 수익성 (%)</b>					
매출액 증감율	7.6	6.2	2.6	2.8	2.7
영업이익 증감율	0.3	-0.6	-3.4	5.3	3.4
EBITDA 증감율	0.0	2.4	0.6	6.6	4.3
지배주주순이익 증감율	1.2	-0.3	-6.7	5.7	5.3
EPS 증감율	1.2	-0.3	-6.7	5.7	5.3
매출총이익률(%)	18.6	18.7	18.6	18.8	18.9
영업이익률(%)	3.1	2.9	2.7	2.8	2.8
EBITDA Margin(%)	4.9	4.8	4.7	4.8	4.9
지배주주순이익률(%)	2.4	2.2	2.0	2.1	2.2

현금흐름표					
12 월 결산, IFRS 연결	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
<b>영업활동 현금흐름</b>	647.1	768.8	747.9	759.5	872.9
당기순이익	195.8	195.2	182.2	192.6	202.9
비현금항목의 가감	549.5	592.9	578.8	595.5	696.9
유형자산감가상각비	175.2	189.8	196.9	212.1	223.0
무형자산감가상각비	10.3	9.1	13.2	12.4	11.8
지분법평가손익	-0.3	-0.9	-0.9	-0.9	-0.9
기타	364.3	394.9	369.6	371.9	463.0
영업활동자산부채증감	-39.2	28.4	16.4	4.9	4.9
매출채권및기타채권의감소	-48.5	20.3	-8.5	-7.1	-7.1
재고자산의감소	-52.1	-35.3	12.6	-5.6	-5.6
매입채무및기타채무의증가	16.1	56.1	15.8	17.6	17.6
기타	45.3	-12.7	-3.5	0.0	0.0
기타현금흐름	-59.0	-47.7	-29.5	-33.5	-31.8
<b>투자활동 현금흐름</b>	-244.1	-346.0	-369.2	-369.2	-369.2
유형자산의 취득	-206.2	-219.0	-250.0	-250.0	-250.0
유형자산의 처분	0.4	0.6	0.0	0.0	0.0
무형자산의 순취득	-6.5	-5.3	-10.0	-10.0	-10.0
투자자산의감소(증가)	-28.0	-14.3	-12.3	-12.3	-12.3
단기금융자산의감소(증가)	74.2	-11.1	0.0	0.0	0.0
기타	-78.0	-96.9	-96.9	-96.9	-96.9
<b>재무활동 현금흐름</b>	-369.2	-400.3	-392.8	-396.2	-396.2
차입금의 증가(감소)	-2.7	-7.5	0.0	0.0	0.0
자본금, 자본잉여금의 증가(감소)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자기주식처분(취득)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
배당금지급	-70.8	-70.8	-70.8	-74.3	-74.3
기타	-295.7	-322.0	-322.0	-321.9	-321.9
기타현금흐름	0.0	0.0	10.5	2.3	-10.6
<b>현금 및 현금성자산의 순증가</b>	33.7	22.5	-3.6	-3.6	96.8
기초현금 및 현금성자산	268.6	302.3	324.8	321.2	317.6
기말현금 및 현금성자산	302.3	324.8	321.2	317.6	414.4

자료: 키움증권 리서치

재무상태표					
12 월 결산, IFRS 연결	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
<b>유동자산</b>	979.0	1,051.8	1,044.2	1,053.3	1,162.8
현금 및 현금성자산	302.3	324.8	321.2	317.6	414.4
단기금융자산	221.9	233.0	233.0	233.0	233.0
매출채권 및 기타채권	248.3	244.0	252.5	259.6	266.7
재고자산	177.0	212.3	199.7	205.3	210.9
기타유동자산	251.4	270.7	270.8	270.8	270.8
<b>비유동자산</b>	2,240.1	2,350.8	2,482.1	2,609.0	2,645.6
투자자산	337.7	351.1	362.5	374.0	385.4
유형자산	776.4	833.7	886.8	924.6	951.6
무형자산	37.5	78.6	75.4	73.1	71.3
기타비유동자산	1,088.5	1,087.4	1,157.4	1,237.3	1,237.3
<b>자산총계</b>	3,219.1	3,402.6	3,526.3	3,662.3	3,808.5
<b>유동부채</b>	1,191.3	1,296.2	1,312.0	1,329.6	1,347.1
매입채무 및 기타채무	783.5	871.1	886.9	904.5	922.0
단기금융부채	343.3	352.8	352.8	352.8	352.8
기타유동부채	64.5	72.3	72.3	72.3	72.3
<b>비유동부채</b>	953.3	922.3	922.3	922.3	922.3
장기금융부채	910.9	880.9	880.9	880.9	880.9
기타비유동부채	42.4	41.4	41.4	41.4	41.4
<b>부채총계</b>	2,144.6	2,218.5	2,234.3	2,251.9	2,269.4
<b>자본지분</b>	1,074.5	1,184.1	1,292.1	1,410.4	1,539.0
자본금	17.3	17.3	17.3	17.3	17.3
자본잉여금	321.6	321.6	321.6	321.6	321.6
기타자본	22.4	22.4	22.4	22.4	22.4
기타포괄손익누계액	0.8	-8.2	-8.2	-8.2	-8.2
이익잉여금	712.3	831.0	938.9	1,057.2	1,185.9
비자금지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>자본총계</b>	1,074.5	1,184.1	1,292.1	1,410.4	1,539.0

투자지표					
12 월 결산, IFRS 연결	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
<b>주당지표(원)</b>					
EPS	11,331	11,295	10,543	11,145	11,739
BPS	62,165	68,511	74,756	81,603	89,045
CFPS	43,126	45,601	44,032	45,599	52,061
DPS	4,100	4,100	4,300	4,300	4,300
<b>주가배수(배)</b>					
PER	11.6	9.1	11.4	10.8	10.3
PER(최고)	18.8	13.1	11.9		
PER(최저)	11.3	8.7	9.3		
PBR	2.11	1.50	1.61	1.48	1.35
PBR(최고)	3.43	2.16	1.68		
PBR(최저)	2.07	1.43	1.32		
PSR	0.28	0.20	0.23	0.23	0.22
PCFR	3.0	2.2	2.7	2.6	2.3
EV/EBITDA	6.0	5.0	5.7	5.3	5.3
<b>주요비율(%)</b>					
배당성향(%), 보통주, 현금	36.2	36.3	40.8	38.6	36.6
배당수익률(%), 보통주, 현금	3.1	4.0	3.6	3.6	3.6
ROA	6.4	5.9	5.3	5.4	5.4
ROE	19.2	17.3	14.7	14.3	13.8
ROIC	14.1	12.2	11.5	11.4	11.3
매출채권회전율	38.3	35.3	35.9	35.8	35.8
재고자산회전율	54.3	44.7	43.3	45.3	45.3
부채비율	199.6	187.3	172.9	159.7	147.5
순차입금비율	-13.9	-23.4	-21.2	-19.2	-23.9
이자보상배율	5.4	4.9	5.1	5.5	5.6
총차입금	374.5	280.3	280.3	280.3	280.3
순차입금	-149.6	-277.4	-273.9	-270.3	-367.1
NOPLAT	191.4	184.3	181.0	190.6	197.0
FCF	125.2	187.8	147.6	159.9	176.6

자료: 키움증권 리서치

## 2) GS리테일 2Q25 Preview

투자의견 BUY,  
목표주가 21,000원

**GS리테일의 2Q25 연결기준 영업이익은 698억원(-14% YoY)으로 시장 기대치를 하회할 것으로 전망된다.** 1) 편의점 점포 순증 둔화, 2) 편의점/수퍼 기존점 성장을 부진(편의점 flat, 수퍼 -2%), 3) 홈쇼핑 취급고 감소 등 전반적인 매출 감소로 인해, 실적이 부진할 것으로 전망된다.

상반기 편의점/수퍼 기존점 성장을 부진은 여러 가치 측면에서 해석할 수 있겠으나, 날씨 영향 외에도 식료품 물가 상승에 대한 소비자들의 가격 저항과 근거리 상권의 대체 채널 증가(다이소/무인 점포/중소기업 식자재마트 등)가 나타난 결과로 추산된다. 따라서, 날씨 영향에 따른 기저효과로 월별 기존점 성장률의 변동성이 일부 발생할 수 있으나, 하반기에도 어려운 업황이 극적으로 반전되기는 어려워 보인다.

한편, 7/21부터 신청 가능한 민생지원금은 단기적으로 업황 부진을 일부 방어해 줄 수 있을 것이다. 다만, 중기적으로는 경쟁사 영업력 약화에 따른 반사수혜, 물가 상승에 따른 소비자 저항이 완화, 대체 채널 증가에 대한 대응 전략 등이 선행되어야 본격적인 실적 회복이 가능할 것으로 판단된다.

## GS리테일 연결기준 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25E	3Q25E	4Q25E	2024	2025E	2026E
<b>매출액</b>	<b>2,701</b>	<b>2,937</b>	<b>3,055</b>	<b>2,962</b>	<b>2,761</b>	<b>2,958</b>	<b>3,119</b>	<b>3,011</b>	<b>11,547</b>	<b>11,757</b>	<b>12,170</b>
(YoY)	4.8%	4.4%	3.8%	5.9%	2.2%	0.7%	2.1%	1.6%	3.7%	1.8%	3.5%
편의점	1,968	2,194	2,307	2,197	2,012	2,197	2,343	2,217	8,666	8,771	9,025
(YoY)	5.4%	4.9%	3.9%	6.3%	2.2%	0.2%	1.6%	0.9%	5.1%	1.2%	2.9%
수퍼	381	394	424	410	416	424	463	444	1,608	1,747	1,844
(YoY)	11.6%	10.3%	8.5%	14.2%	9.2%	7.6%	9.3%	8.5%	11.1%	8.7%	5.5%
홈쇼핑	276	273	251	252	258	260	238	244	1,052	1,000	970
(YoY)	-4.8%	-4.5%	-3.4%	-14.7%	-6.7%	-5.0%	-5.0%	-3.0%	-7.0%	-5.0%	-3.0%
개발	10	10	8	8	9	9	9	9	36	36	36
공통 및 기타	66	66	65	96	66	67	65	96	185	204	295
<b>영업이익</b>	<b>50</b>	<b>81</b>	<b>81</b>	<b>28</b>	<b>39</b>	<b>70</b>	<b>83</b>	<b>46</b>	<b>239</b>	<b>238</b>	<b>250</b>
(YoY)	17.6%	-9.4%	-24.0%	-48.4%	-22.3%	-13.9%	3.5%	67.8%	-17.8%	-0.3%	5.0%
(OPM)	1.8%	2.8%	2.6%	0.9%	1.4%	2.4%	2.7%	1.5%	2.1%	2.0%	2.1%
편의점	26	65	73	31	17	54	65	27	195	163	176
(YoY)	15.9%	-0.5%	-6.5%	-41.8%	-34.6%	-16.4%	-11.2%	-13.1%	-10.9%	-16.4%	8.3%
(OPM)	1.3%	3.0%	3.2%	1.4%	0.9%	2.5%	2.8%	1.2%	2.2%	1.9%	2.0%
수퍼	10	7	14	1	8	4	12	0	32	24	25
(OPM)	2.6%	1.6%	3.3%	0.3%	1.9%	0.9%	2.6%	0.0%	2.0%	1.4%	1.4%
홈쇼핑	33	27	19	29	22	20	16	27	107	85	78
(OPM)	11.9%	10.0%	7.4%	11.3%	8.7%	7.7%	6.6%	11.2%	10.2%	8.5%	8.1%
개발	-1	-3	-9	-23	0	0	0	0	-35	0	0
공통 및 기타	-19	-15	-16	-9	-9	-8	-9	-8	-59	-34	-30
세전이익	39	62	-45	-44	12	56	70	32	11	171	186
순이익	23	46	-62	-36	5	43	53	24	-30	124	141
<b>(지배)순이익</b>	<b>24</b>	<b>48</b>	<b>-60</b>	<b>-49</b>	<b>7</b>	<b>44</b>	<b>54</b>	<b>25</b>	<b>-37</b>	<b>129</b>	<b>145</b>
(YoY)	3.0%	-18.0%	적전	적지	-72.4%	-8.1%	흑전	흑전	적전	흑전	12.3%

자료: 회사자료, 키움증권 리서치

## GS리테일 추정 재무제표

포괄손익계산서		(단위 :십억원)					재무상태표		(단위 :십억원)					
12 월 결산, IFRS 연결		2023A	2024A	2025F	2026F	2027F	12 월 결산, IFRS 연결		2023A	2024A	2025F	2026F	2027F	
<b>매출액</b>		11,134.1	11,626.9	11,819.8	12,140.2	12,422.8	<b>유동자산</b>		1,857.1	1,481.2	1,574.5	1,557.8	1,578.1	
매출원가		8,297.4	8,740.0	8,920.9	9,171.2	9,394.7	현금 및 현금성자산		431.8	93.3	144.2	97.4	91.1	
매출총이익		2,836.8	2,886.9	2,899.0	2,969.0	3,028.1	단기금융자산		214.5	222.8	222.8	222.8	222.8	
판관비		2,545.0	2,647.8	2,667.6	2,725.8	2,780.3	매출채권 및 기타채권		811.8	760.3	799.1	820.8	839.9	
<b>영업이익</b>		291.8	239.1	231.4	243.2	247.8	재고자산		304.3	307.1	310.8	319.2	326.6	
<b>EBITDA</b>		550.2	503.8	504.6	534.8	574.7	기타유동자산		309.2	320.5	320.4	320.4	320.5	
<b>영업외손익</b>		-230.7	-227.9	-67.7	-64.4	-64.9	<b>비유동자산</b>		8,185.0	6,100.5	6,324.7	6,530.5	6,600.9	
이자수익		51.2	49.7	53.3	50.0	49.6	투자자산		1,288.0	1,170.6	1,146.6	1,122.6	1,098.6	
이자비용		81.7	109.2	108.5	102.0	102.0	유형자산		2,831.2	1,542.0	1,676.4	1,795.2	1,880.9	
외환관련이익		0.3	1.3	0.0	0.0	0.0	무형자산		244.1	232.5	246.3	257.4	266.2	
외환관련손실		0.5	0.2	0.0	0.0	0.0	기타비유동자산		3,821.7	3,155.4	3,255.4	3,355.3	3,355.2	
종속 및 관계기업손익		-154.8	-40.4	-24.0	-24.0	-24.0	<b>자산총계</b>		10,042.0	7,581.6	7,899.2	8,088.2	8,179.0	
기타		-45.2	-129.1	11.5	11.6	11.5	<b>유동부채</b>		2,688.0	1,898.4	1,955.4	2,067.4	2,078.0	
<b>법인세차감전이익</b>		61.1	11.2	163.7	178.8	182.9	매입채무 및 기타채무		1,378.1	949.6	956.9	968.9	979.5	
법인세비용		46.9	41.3	44.6	43.3	44.3	단기금융부채		1,117.9	772.4	822.2	922.2	922.2	
계속사업손익		14.2	-30.1	119.1	135.5	138.7	기타유동부채		192.0	176.4	176.3	176.3	176.3	
<b>당기순이익</b>		22.1	9.8	119.1	135.5	138.7	<b>비유동부채</b>		2,920.2	2,501.7	2,701.7	2,701.7	2,701.7	
<b>지배주주순이익</b>		17.7	2.5	124.0	139.5	142.7	장기금융부채		2,249.7	2,167.9	2,367.9	2,367.9	2,367.9	
<b>증감율 및 수익성 (%)</b>							기타비유동부채		670.5	333.8	333.8	333.8	333.8	
매출액 증감율		0.9	4.4	1.7	2.7	2.3	<b>부채총계</b>		5,608.3	4,400.1	4,657.1	4,769.1	4,779.7	
영업이익 증감율		-19.0	-18.1	-3.2	5.1	1.9	<b>자베지분</b>		4,058.4	3,206.8	3,272.4	3,353.4	3,437.6	
EBITDA 증감율		-13.7	-8.4	0.2	6.0	7.5	자본금		104.7	83.6	83.6	83.6	83.6	
지배주주순이익 증감율		-56.2	-85.9	4,860.0	12.5	2.3	자본잉여금		1,209.1	979.9	979.9	979.9	979.9	
EPS 증감율		-56.3	-85.3	5,895.5	12.5	2.3	기타자본		-100.8	-691.8	-691.8	-691.8	-691.8	
매출총이익률(%)		25.5	24.8	24.5	24.5	24.4	기타포괄손익누계액		72.2	121.3	121.3	121.3	121.3	
영업이익률(%)		2.6	2.1	2.0	2.0	2.0	이익잉여금		2,773.1	2,713.9	2,779.4	2,860.4	2,944.6	
EBITDA Margin(%)		4.9	4.3	4.3	4.4	4.6	비자贝지분		375.4	-25.3	-30.2	-34.2	-38.2	
지배주주순이익률(%)		0.2	0.0	1.0	1.1	1.1	<b>자본총계</b>		4,433.7	3,181.5	3,242.1	3,319.2	3,399.3	
<b>현금흐름표</b>		(단위 :십억원)					<b>투자지표</b>		(단위 :원, %, 배)					
12 월 결산, IFRS 연결		2023A	2024A	2025F	2026F	2027F	12 월 결산, IFRS 연결		2023A	2024A	2025F	2026F	2027F	
<b>영업활동 현금흐름</b>		894.1	660.2	790.7	852.8	969.1	<b>주당지표(원)</b>							
당기순이익		22.1	9.8	119.1	135.5	138.7	EPS		169	25	1,483	1,669	1,706	
비현금항목의 가감		1,111.1	1,141.0	823.3	830.6	943.0	BPS		38,755	38,356	39,140	40,109	41,116	
유형자산감가상각비		281.1	296.7	305.6	321.2	354.3	CFPS		10,821	11,176	11,272	11,556	12,938	
무형자산감가상각비		42.9	36.6	36.2	39.0	41.2	DPS		500	500	700	700	700	
지분법평가손익		-196.2	-201.3	-24.0	-24.0	-24.0	<b>주가배수(배)</b>							
기타		983.3	1,009.0	505.5	494.4	571.5	PER		136.5	666.9	11.8	10.5	10.2	
영업활동자산부채증감		-108.1	-318.5	-51.9	-18.1	-15.9	PER(최고)		183.0	966.0	12.0			
매출채권및기타채권의감소		-7.9	-30.4	-38.8	-21.7	-19.1	PER(최저)		116.1	654.8	9.0			
재고자산의감소		-82.9	2.1	-3.6	-8.4	-7.4	PBR		0.59	0.43	0.45	0.43	0.42	
매입채무및기타채무의증가		194.1	-211.9	7.2	12.0	10.6	PBR(최고)		0.80	0.62	0.45			
기타		-211.4	-78.3	-16.7	0.0	0.0	PBR(최저)		0.51	0.42	0.34			
기타현금흐름		-131.0	-172.1	-99.8	-95.2	-96.7	PSR		0.22	0.15	0.12	0.12	0.12	
<b>투자활동 현금흐름</b>		-356.9	-352.2	-484.8	-484.8	-484.8	PCFR		2.1	1.5	1.5	1.5	1.3	
유형자산의 취득		-385.8	-439.2	-440.0	-440.0	-440.0	EV/EBITDA		6.0	3.8	4.3	4.4	4.1	
유형자산의 처분		1.7	17.1	0.0	0.0	0.0								
무형자산의 순취득		-6.2	-5.8	-50.0	-50.0	-50.0								
투자자산의감소(증가)		64.3	77.0	0.0	0.0	0.0								
단기금융자산의감소(증가)		-44.3	-8.3	0.0	0.0	0.0								
기타		13.4	7.0	5.2	5.2	5.2								
<b>재무활동 현금흐름</b>		-495.9	-648.8	-243.1	-409.5	-509.5								
차입금의 증가(감소)		-448.8	-575.8	249.7	100.0	0.0								
자본금, 자본잉여금의 증가(감소)		0.0	0.0	0.0	0.0	0.0								
자기주식처분(취득)		30.0	-0.8	0.0	0.0	0.0								
배당금지급		-48.6	-59.3	-41.8	-58.5	-58.5								
기타		-28.5	-12.9	-451.0	-451.0	-451.0								
기타현금흐름		0.1	2.3	-11.8	-5.3	19.0								
<b>현금 및 현금성자산의 순증가</b>		41.3	-338.5	50.9	-46.8	-6.2								
기초현금 및 현금성자산		390.5	431.8	93.3	144.2	97.4								
기말현금 및 현금성자산		431.8	93.3	144.2	97.4	91.1								

자료: 키움증권 리서치(GS리테일 존속법인 기준)

### 3) 신세계 2Q25 Preview

투자의견 BUY,  
목표주가 225,000원

**신세계의 2Q25 연결기준 영업이익은 824억원(-30% YoY)으로 시장 컨센서스를 하회할 것으로 전망된다.** 면세점(신세계디에프)은 특허수수료 감면 효과(1Q25 45억원)가 없음에도 불구하고, 시내점 할인율 축소 등에 힘입어, 전분기 대비 영업적자가 소폭 축소될 전망이다. 다만, 백화점은 기존점 매출 증가(관리기준 +2%)에도 불구하고, 상품 믹스 악화와 점포 리뉴얼 등에 의한 감가상각비 증가 등의 영향으로 인해, 전년동기 대비 수익성이 악화될 전망이다.

하반기에는 내수 소비경기 회복, 시내면세점 할인율 축소 등에 힘입어, 상반기 대비 실적 개선 모멘텀이 강화될 전망이다. 특히, 정치적 불확실성 완화에 따른 소비심리 반등, 금리 인하 누적, 정부의 2차 추경 편성 등에 힘입어, 내수 소비 회복이 점차 현실화될 것으로 기대된다. 면세점도 T2 아시아나 입점 예정 구역에 대해 영업요율이 적용되면서, 연말까지 임차료 감면이 지속되기 때문에, 하반기 수익성은 비교적 개선 가시성이 높은 편이다.

또한, 동사는 현재 자사주를 총 발행주식 수의 약 9%를 보유하고 있어, 업종 내에서 자사주 보유 비율이 높은 편이다. 따라서, 최근 발의된 “자사주 1년 이내 의무 소각”을 의무화하는 상법개정안이 통과된다면, 주가 상승 모멘텀이 강해질 가능성 있다.

#### 신세계 연결기준 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25E	3Q25E	4Q25E	2024	2025E	2026E
<b>총매출액</b>	<b>2,819</b>	<b>2,782</b>	<b>2,709</b>	<b>3,187</b>	<b>2,878</b>	<b>2,856</b>	<b>2,852</b>	<b>3,258</b>	<b>11,497</b>	<b>11,844</b>	<b>12,045</b>
(YoY)	5.4%	1.8%	4.0%	2.1%	2.1%	2.7%	5.3%	2.2%	3.3%	3.0%	1.7%
백화점	1,801	1,746	1,688	2,008	1,792	1,746	1,730	2,068	7,244	7,336	7,454
(YoY)	7.9%	2.6%	2.1%	-1.1%	-0.5%	0.0%	2.5%	3.0%	2.7%	1.3%	1.6%
신세계 DF	561	563	570	632	637	651	662	640	2,326	2,590	2,602
(YoY)	-1.6%	-0.1%	14.2%	13.8%	13.7%	15.5%	16.2%	1.3%	6.3%	11.4%	0.4%
<b>순매출액</b>	<b>1,605</b>	<b>1,604</b>	<b>1,540</b>	<b>1,821</b>	<b>1,666</b>	<b>1,672</b>	<b>1,676</b>	<b>1,854</b>	<b>6,570</b>	<b>6,868</b>	<b>6,993</b>
(YoY)	2.6%	1.8%	2.8%	5.9%	3.8%	4.2%	8.8%	1.8%	3.4%	4.5%	1.8%
백화점	664	642	616	718	655	642	631	740	2,640	2,668	2,711
(YoY)	6.9%	2.1%	1.9%	2.1%	-1.3%	0.0%	2.5%	3.0%	3.2%	1.1%	1.6%
신세계인터	309	321	296	382	304	306	303	382	1,309	1,294	1,359
(YoY)	-0.9%	-3.9%	-6.3%	-2.6%	-1.7%	-4.8%	2.2%	-0.2%	-3.4%	-1.1%	5.0%
신세계 DF	487	492	472	555	562	574	584	565	2,006	2,284	2,294
(YoY)	-4.8%	1.5%	8.2%	14.7%	15.4%	16.5%	23.7%	1.7%	4.7%	13.8%	0.4%
신세계까사	69	65	69	67	62	67	71	69	270	269	277
센트럴시티	89	95	94	97	89	95	94	97	375	375	375
기타 및 연결조정	-13	-11	-6	1	-7	-11	-6	1	-29	-23	-23
<b>영업이익</b>	<b>163</b>	<b>117</b>	<b>93</b>	<b>104</b>	<b>132</b>	<b>82</b>	<b>111</b>	<b>174</b>	<b>477</b>	<b>499</b>	<b>516</b>
(YoY)	6.9%	-21.5%	-29.5%	-49.7%	-18.8%	-29.8%	19.2%	67.8%	-25.4%	4.7%	3.2%
(OPM)	5.8%	4.2%	3.4%	3.3%	4.6%	2.9%	3.9%	5.3%	4.1%	4.2%	4.3%
백화점	114	82	88	122	108	71	88	150	406	417	432
(OPM)	6.3%	4.7%	5.2%	6.1%	6.0%	4.1%	5.1%	7.2%	5.6%	5.7%	5.8%
신세계인터	11	13	2	0	5	0	0	5	37	21	23
(OPM)	3.6%	4.1%	0.7%	0.1%	1.5%	0.1%	0.0%	1.3%	2.8%	1.7%	1.7%
신세계 DF	7	9	-16	-36	-2	-1	0	0	-36	-3	-3
(OPM)	1.3%	1.5%	-2.8%	-5.6%	-0.4%	-0.1%	0.0%	0.0%	-1.5%	-0.1%	-0.1%
신세계까사	1	-1	0	0	0	-1	1	1	1	1	1
센트럴시티	26	11	26	23	22	10	26	24	86	82	82
기타 및 연결조정	4	3	-7	-6	0	4	-5	-6	-16	-18	-19
세전이익	155	74	51	-85	105	32	66	128	195	331	352
순이익	130	58	37	-38	77	24	50	97	187	248	267
<b>(지배)순이익</b>	<b>103</b>	<b>37</b>	<b>21</b>	<b>-53</b>	<b>58</b>	<b>12</b>	<b>35</b>	<b>76</b>	<b>108</b>	<b>181</b>	<b>197</b>
(YoY)	-3.3%	-35.2%	-51.4%	적전	-44.1%	-67.4%	66.9%	흑전	-52.1%	67.6%	8.9%

자료: 회사자료, 키움증권 리서치 / 주: 1) OPM은 총매출액 대비 영업이익률을 의미

## 신세계 추정 재무제표

## 포괄손익계산서

12 월 결산, IFRS 연결	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
<b>매출액</b>	6,357.1	6,570.4	6,867.7	6,993.2	7,111.7
매출원가	2,502.1	2,517.7	2,624.8	2,723.5	2,818.7
<b>매출총이익</b>	3,855.0	4,052.7	4,242.9	4,269.8	4,293.0
판관비	3,215.2	3,575.7	3,743.4	3,754.1	3,771.1
<b>영업이익</b>	639.8	477.0	499.5	515.7	521.9
<b>EBITDA</b>	969.8	836.5	865.9	905.6	943.3
<b>영업외손익</b>	-186.6	-282.4	-168.9	-163.6	-162.0
이자수익	41.5	41.5	40.8	35.5	37.1
이자비용	168.8	195.9	194.7	184.2	184.2
외환관련이익	32.4	24.9	20.0	20.0	20.0
외환관련손실	27.4	55.7	20.0	20.0	20.0
종속 및 관계기업손익	-6.8	-12.3	-21.9	-21.9	-21.9
기타	-57.5	-84.9	6.9	7.0	7.0
<b>법인세차감전이익</b>	453.2	194.6	330.6	352.2	359.9
법인세비용	141.2	8.0	82.2	85.2	87.1
<b>계속사업순이익</b>	312.0	186.6	248.5	266.9	272.8
<b>당기순이익</b>	312.0	186.6	248.5	266.9	272.8
<b>지배주주순이익</b>	225.1	107.8	180.6	196.6	201.9
<b>증감율 및 수익성 (%)</b>					
매출액 증감율	-18.6	3.4	4.5	1.8	1.7
영업이익 증감율	-0.9	-25.4	4.7	3.2	1.2
EBITDA 증감율	2.9	-13.7	3.5	4.6	4.2
지배주주순이익 증감율	-44.6	-52.1	67.5	8.9	2.7
EPS 증감율	-44.6	-52.1	67.6	11.1	2.7
매출총이익율(%)	60.6	61.7	61.8	61.1	60.4
영업이익률(%)	10.1	7.3	7.3	7.4	7.3
EBITDA Margin(%)	15.3	12.7	12.6	12.9	13.3
지배주주순이익률(%)	3.5	1.6	2.6	2.8	2.8

## 현금흐름표

12 월 결산, IFRS 연결	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
<b>영업활동 현금흐름</b>	791.4	775.8	684.4	766.9	808.8
당기순이익	312.0	186.6	248.5	266.9	272.8
비현금항목의 가감	871.9	854.8	723.2	730.9	764.0
유형자산감가상각비	312.4	337.7	343.4	367.1	398.9
무형자산감가상각비	53.3	54.8	55.9	55.7	55.5
지분법평가손익	-8.2	-12.3	0.0	0.0	0.0
기타	514.4	474.6	323.9	308.1	309.6
영업활동자산부채증감	-120.6	-41.1	-83.8	-29.8	-26.5
매출채권및기타채권의감소	-165.3	127.4	-89.3	-12.5	-11.8
재고자산의감소	-13.7	-77.6	1.6	-17.9	-16.9
매입채무및기타채무의증가	45.4	2.9	5.6	2.4	2.2
기타	13.0	-93.8	-1.7	-1.8	0.0
기타현금흐름	-271.9	-224.5	-203.5	-201.1	-201.5
<b>투자활동 현금흐름</b>	-912.2	-981.4	-653.1	-753.1	-683.1
유형자산의 취득	-600.6	-895.4	-570.0	-670.0	-600.0
유형자산의 처분	4.6	10.5	0.0	0.0	0.0
무형자산의 순취득	-12.8	-13.3	-55.0	-55.0	-55.0
투자자산의감소(증가)	-112.8	50.3	21.9	21.9	21.9
단기금융자산의감소(증가)	-3.8	124.8	0.0	0.0	0.0
기타	-186.8	-258.3	-50.0	-50.0	-50.0
<b>재무활동 현금흐름</b>	-15.6	-16.9	55.5	-86.3	-88.1
차입금의 증가(감소)	382.6	248.2	105.3	0.0	0.0
자본금, 자본잉여금의 증가(감소)	0.0	0.0	-1.0	0.0	0.0
자기주식처분(취득)	-83.9	-134.1	35.8	0.0	0.0
배당금지급	-78.9	-82.1	-39.5	-41.2	-43.0
기타	-235.4	-48.9	-45.1	-45.1	-45.1
기타현금흐름	0.9	2.4	-61.1	-11.8	-13.0
<b>현금 및 현금성자산의 순증가</b>	-135.5	-220.0	25.7	-84.3	24.7
기초현금 및 현금성자산	938.0	802.5	582.5	608.1	523.8
기말현금 및 현금성자산	802.5	582.5	608.1	523.8	548.5

자료: 키움증권 리서치

## 재무상태표

12 월 결산, IFRS 연결	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
<b>유동자산</b>	2,673.7	2,342.7	2,456.0	2,402.1	2,455.4
현금 및 현금성자산	802.5	582.5	608.1	523.8	548.5
단기금융자산	174.0	49.2	49.2	49.2	49.2
매출채권 및 기타채권	715.8	596.6	685.9	698.5	710.3
재고자산	891.2	979.1	977.5	995.3	1,012.2
기타유동자산	90.2	135.3	135.3	135.3	135.2
<b>비유동자산</b>	12,078.3	12,729.1	12,932.9	13,213.2	13,391.9
투자자산	2,286.2	2,235.9	2,214.0	2,192.1	2,170.2
유형자산	7,279.9	7,795.4	8,022.0	8,324.9	8,526.0
무형자산	559.5	574.1	573.1	572.4	572.0
기타비유동자산	1,952.7	2,123.7	2,123.8	2,123.7	2,123.7
<b>자산총계</b>	14,752.0	15,071.8	15,388.9	15,615.2	15,847.3
<b>유동부채</b>	4,943.9	4,947.4	5,058.2	5,060.6	5,062.8
매입채무 및 기타채무	1,787.4	1,802.9	1,810.8	1,813.1	1,813.1
단기금융부채	2,262.3	2,229.2	2,334.5	2,334.5	2,334.5
기타유동부채	894.2	915.3	915.2	915.3	915.2
<b>비유동부채</b>	3,468.1	3,749.7	3,749.7	3,749.7	3,749.7
장기금융부채	2,597.2	2,927.8	2,927.8	2,927.8	2,927.8
기타비유동부채	870.9	821.9	821.9	821.9	821.9
<b>부채총계</b>	8,412.0	8,697.1	8,807.9	8,810.3	8,812.5
<b>자본부채</b>	4,208.6	4,265.1	4,403.5	4,557.2	4,716.1
자본금	49.2	49.2	48.2	48.2	48.2
자본잉여금	403.1	423.9	423.9	423.9	423.9
기타자본	-87.5	-192.5	-156.7	-156.7	-156.7
기타포괄손익누계액	188.6	266.9	266.9	266.9	266.9
이익잉여금	3,655.2	3,717.6	3,821.2	3,974.9	4,133.8
비자본부채	2,131.4	2,109.6	2,177.4	2,247.7	2,318.6
<b>자본총계</b>	6,340.0	6,374.7	6,581.0	6,804.9	7,034.7

## 투자지표

12 월 결산, IFRS 연결	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
<b>주당지표(원)</b>					
EPS	22,865	10,948	18,344	20,386	20,932
BPS	427,477	433,221	456,552	472,484	488,962
CFPS	120,245	105,774	98,691	103,455	107,493
DPS	4,000	4,500	4,700	4,900	4,900
<b>주가배수(배)</b>					
PER	7.7	12.1	10.1	9.1	8.9
PER(최고)	10.5	17.4	10.5		
PER(최저)	7.0	11.4	7.0		
PBR	0.41	0.31	0.41	0.39	0.38
PBR(최고)	0.56	0.44	0.42		
PBR(최저)	0.38	0.29	0.28		
PSR	0.27	0.20	0.27	0.26	0.25
PCFR	1.5	1.3	1.9	1.8	1.7
EV/EBITDA	7.2	8.6	9.1	8.8	8.5
<b>주요비율(%)</b>					
배당성향(%), 보통주, 현금	12.1	21.1	16.6	16.1	15.7
배당수익률(%), 보통주, 현금	2.3	3.4	2.5	2.6	2.6
ROA	2.1	1.3	1.6	1.7	1.7
ROE	5.4	2.5	4.2	4.4	4.4
ROIC	5.7	4.4	4.0	4.1	4.0
매출채권회전율	10.0	10.0	10.7	10.1	10.1
재고자산회전율	7.2	7.0	7.0	7.1	7.1
부채비율	132.7	136.4	133.8	129.5	125.3
순차입금비율	49.9	59.5	58.8	58.1	55.9
이자보상배율	3.8	2.4	2.6	2.8	2.8
총차입금	4,138.4	4,422.7	4,528.0	4,528.0	4,528.0
순차입금	3,162.0	3,791.0	3,870.6	3,955.0	3,930.3
NOPLAT	442.0	363.1	350.6	365.9	370.6
FCF	78.3	-183.8	41.1	33.9	143.6

#### 4) 현대백화점 2Q25 Preview

투자의견 BUY,  
목표주가 95,000원

**현대백화점의 2Q25 연결기준 영업이익은 770억원(+80% YoY)으로 시장 컨센서스를 하회할 전망**이다. 소비심리 부진에 따른 백화점 기존점 매출 감소, 면세점 동대문점 철수에 따른 일회성 비용(약 30억원) 반영 등의 영향으로 시장 기대치 대비 하회할 전망이다.

자회사 지누스는 관세율에 따라 실적 추정치가 변경될 수 있다. 다만, 해당 효과를 제외한다면, 하반기에는 내수 소비경기 회복, 시내면세점 할인율 축소 등에 힘입어, 상반기 대비 실적 개선 모멘텀이 강화될 전망이다. 특히, 정치적 불확실성 완화에 따른 소비심리 반등, 금리 인하 누적, 정부의 2차 추경 편성 등에 힘입어, 내수 소비 회복이 점차 현실화 될 것으로 기대된다.

#### 현대백화점 연결기준 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25E	3Q25E	4Q25E	2024	2025E	2026E
<b>총매출액</b>	2,432	2,279	2,244	3,106	2,555	2,343	2,205	3,007	10,061	10,110	9,925
(YoY)	2.8%	-8.6%	-4.5%	6.2%	5.0%	2.8%	-1.8%	-3.2%	-0.7%	0.5%	-1.8%
<b>순매출액</b>	952	1,024	1,037	1,175	1,098	1,103	1,077	1,170	4,188	4,448	4,413
(YoY)	-13.3%	5.5%	3.2%	3.5%	15.4%	7.7%	3.9%	-0.4%	-0.5%	6.2%	-0.8%
백화점	594	612	568	661	589	591	563	660	2,435	2,403	2,429
(YoY)	3.6%	3.0%	-2.1%	0.8%	-0.8%	-3.5%	-1.0%	-0.1%	1.3%	-1.3%	1.1%
(기존점 성장률)	7.6%	3.0%	-2.1%	-0.2%	1.0%	-0.7%	2.0%	2.5%	2.0%	1.2%	1.5%
면세점	240	240	228	263	294	301	272	265	972	1,131	1,074
(YoY)	-27.6%	23.8%	-3.9%	12.2%	22.0%	25.1%	19.1%	0.7%	-2.6%	16.3%	-5.0%
지누스	152	206	273	289	250	246	275	283	920	1,054	1,049
(YoY)	-33.5%	-6.0%	23.2%	2.4%	64.2%	19.4%	0.8%	-2.2%	-3.4%	14.5%	-0.5%
기타 및 연결조정	-35	-35	-33	-38	-34	-35	-33	-38	-140	-139	-139
<b>영업이익</b>	69	43	65	108	112	77	73	137	284	400	393
(YoY)	-11.6%	-23.0%	-12.7%	12.2%	63.3%	79.7%	13.0%	27.4%	-6.4%	40.7%	-1.7%
(OPM)	2.8%	1.9%	2.9%	3.5%	4.4%	3.3%	3.3%	4.6%	2.8%	4.0%	4.0%
백화점	103	71	71	114	97	65	72	129	359	363	371
(OPM)	5.8%	4.0%	4.2%	5.9%	5.6%	3.7%	4.3%	6.7%	5.0%	5.1%	5.2%
면세점	-5	-4	-8	-12	-2	-4	-2	2	-29	-5	12
(OPM)	-1.0%	-0.8%	-1.7%	-2.2%	-0.3%	-0.7%	-0.3%	0.5%	-1.4%	-0.3%	0.7%
지누스	-19	-14	12	16	28	26	13	16	-5	82	51
(OPM)	-10.7%	-6.1%	3.7%	4.9%	10.1%	9.9%	4.2%	5.1%	-0.5%	7.2%	4.4%
기타 및 연결조정	-10	-10	-10	-10	-10	-10	-10	-10	-41	-41	-40
세전이익	94	-192	45	60	121	65	61	123	6	369	364
순이익	71	-145	28	46	88	50	46	94	-1	278	278
<b>(지배)순이익</b>	68	-145	21	20	68	33	32	70	-36	203	215
(YoY)	20.7%	적전	-60.9%	흑전	-0.6%	흑전	52.6%	249.5%	적지	흑전	5.5%

자료: 회사자료, 키움증권 리서치 / 주: 1) OPM은 총매출액 대비 영업이익률을 의미

## 현대백화점 추정 재무제표

포괄손익계산서					
12 월 결산, IFRS 연결	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
<b>매출액</b>	4,207.5	4,187.6	4,447.9	4,412.5	4,479.5
매출원가	1,714.8	1,722.2	1,851.9	1,819.7	1,831.4
<b>매출총이익</b>	2,492.6	2,465.4	2,595.9	2,592.9	2,648.2
판관비	2,189.2	2,181.4	2,196.3	2,199.9	2,238.0
<b>영업이익</b>	303.5	284.0	399.7	393.0	410.2
<b>EBITDA</b>	608.8	593.5	713.0	719.9	751.0
<b>영업외손익</b>	-261.8	-277.9	-30.4	-29.1	-22.9
이자수익	46.9	52.8	49.0	51.0	45.7
이자비용	110.7	102.2	94.3	95.0	83.4
외환관련이익	43.3	68.1	30.0	30.0	30.0
외환관련손실	40.4	44.1	30.0	30.0	30.0
종속 및 관계기업손익	25.9	25.4	25.0	25.0	25.0
기타	-226.8	-277.9	-10.1	-10.1	-10.2
<b>법인세차감전이익</b>	41.6	6.1	369.2	363.8	387.3
법인세비용	81.4	6.9	91.2	86.3	91.9
<b>계속사업순이익</b>	-39.8	-0.8	278.0	277.5	295.4
<b>당기순이익</b>	-39.8	-0.8	278.0	277.5	295.4
<b>지배주주순이익</b>	-79.8	-35.9	203.4	214.6	231.3
<b>증감율 및 수익성 (%)</b>					
매출액 증감율	-16.1	-0.5	6.2	-0.8	1.5
영업이익 증감율	-5.4	-6.4	40.7	-1.7	4.4
EBITDA 증감율	7.0	-2.5	20.1	1.0	4.3
지배주주순이익 증감율	적전	적지	흑전	5.5	7.8
EPS 증감율	적전	적지	흑전	5.5	7.8
매출총이익률(%)	59.2	58.9	58.4	58.8	59.1
영업이익률(%)	7.2	6.8	9.0	8.9	9.2
EBITDA Margin(%)	14.5	14.2	16.0	16.3	16.8
지배주주순이익률(%)	-1.9	-0.9	4.6	4.9	5.2

재무상태표					
12 월 결산, IFRS 연결	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
<b>유동자산</b>	3,117.5	3,046.2	3,000.8	3,042.8	2,960.4
현금 및 현금성자산	164.1	125.9	240.4	281.5	172.3
단기금융자산	1,139.7	965.9	772.8	772.8	772.8
매출채권 및 기타채권	1,132.9	1,112.8	1,192.6	1,183.2	1,201.1
재고자산	612.6	616.8	570.2	580.6	589.4
기타유동자산	1,207.9	1,190.7	997.6	997.5	997.6
<b>비유동자산</b>	8,595.1	8,171.5	8,796.0	9,006.8	9,003.8
투자자산	835.9	328.3	353.3	378.3	403.3
유형자산	5,607.0	5,789.6	6,384.0	6,565.0	6,532.5
무형자산	1,281.5	1,221.6	1,226.7	1,231.5	1,236.1
기타비유동자산	870.7	832.0	832.0	832.0	831.9
<b>자산총계</b>	11,712.6	11,217.7	11,796.8	12,049.6	11,964.2
<b>유동부채</b>	3,446.7	3,288.0	3,228.4	3,247.3	3,249.4
매입채무 및 기타채무	1,336.2	1,354.8	1,362.6	1,361.6	1,363.6
단기금융부채	1,451.6	1,231.0	1,163.6	1,183.6	1,183.6
기타유동부채	658.9	702.2	702.2	702.1	702.2
<b>비유동부채</b>	1,986.8	1,695.3	2,095.3	2,095.3	1,756.2
장기금융부채	1,398.5	1,209.8	1,609.8	1,609.8	1,270.7
기타비유동부채	588.3	485.5	485.5	485.5	485.5
<b>부채총계</b>	5,433.5	4,983.3	5,323.7	5,342.6	5,005.6
<b>자본지분</b>	4,467.5	4,395.4	4,559.5	4,730.3	4,917.9
자본금	117.0	117.0	117.0	117.0	117.0
자본잉여금	612.1	612.1	612.1	612.1	612.1
기타자본	-183.9	-112.7	-112.7	-112.7	-112.7
기타포괄손익누계액	14.8	25.2	25.2	25.2	25.2
이익잉여금	3,907.5	3,753.7	3,917.8	4,088.7	4,276.3
비지배지분	1,811.6	1,839.1	1,913.7	1,976.6	2,040.7
<b>자본총계</b>	6,279.1	6,234.4	6,473.1	6,707.0	6,958.6

현금흐름표					
12 월 결산, IFRS 연결	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
<b>영업활동 현금흐름</b>	757.8	733.9	653.0	698.0	700.6
당기순이익	-39.8	-0.8	278.0	277.5	295.4
비현금항목의 가감	825.7	789.4	531.8	543.2	545.8
유형자산감가상각비	258.4	258.5	265.6	279.0	292.6
무형자산감가상각비	66.1	68.2	64.9	65.2	65.4
지분법평가손익	-25.9	-146.1	-25.0	-25.0	-25.0
기타	527.1	608.8	226.3	224.0	212.8
영업활동자산부채증감	131.2	90.2	-34.2	-6.3	-24.8
매출채권및기타채권의감소	-30.8	76.7	-79.9	9.5	-18.0
재고자산의감소	107.8	18.1	46.5	-10.4	-8.8
매입채무및기타채무의증가	-18.0	-30.6	7.9	-1.1	2.0
기타	72.2	26.0	-8.7	-4.3	0.0
기타현금흐름	-159.3	-144.9	-122.6	-116.4	-115.8
<b>투자활동 현금흐름</b>	-595.4	-192.6	-736.8	-530.0	-330.0
유형자산의 취득	-356.8	-474.7	-860.0	-460.0	-260.0
유형자산의 처분	2.1	41.1	0.0	0.0	0.0
무형자산의 순취득	-12.7	-3.4	-70.0	-70.0	-70.0
투자자산의감소(증가)	-42.3	507.6	0.0	0.0	0.0
단기금융자산의감소(증가)	-251.5	173.8	193.2	0.0	0.0
기타	65.8	-437.0	0.0	0.0	0.0
<b>재무활동 현금흐름</b>	-194.7	-585.6	190.5	-130.8	-494.3
차입금의 증가(감소)	-47.9	-404.5	332.6	20.0	-339.1
자본금, 자본잉여금의 증가(감소)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자기주식처분(취득)	0.0	-3.6	0.0	0.0	0.0
배당금지급	-41.3	-37.8	-30.6	-39.3	-43.7
기타	-105.5	-139.7	-111.5	-111.5	-111.5
기타현금흐름	1.3	6.2	7.9	3.9	14.5
<b>현금 및 현금성자산의 순증가</b>	-31.0	-38.1	114.5	41.0	-109.2
기초현금 및 현금성자산	195.0	164.1	125.9	240.4	281.5
기말현금 및 현금성자산	164.1	125.9	240.4	281.5	172.3

투자지표					
12 월 결산, IFRS 연결	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
<b>주당지표(원)</b>					
EPS	-3,409	-1,543	8,990	9,482	10,222
BPS	190,900	194,238	201,490	209,041	217,331
CFPS	33,584	33,844	35,786	36,268	37,176
DPS	1,300	1,400	1,800	2,000	2,000
<b>주가배수(배)</b>					
PER	-15.2	-30.6	8.7	8.3	7.7
PER(최고)	-21.0	-40.1	8.7		
PER(최저)	-13.9	-26.9	5.1		
PBR	0.27	0.24	0.39	0.38	0.36
PBR(최고)	0.38	0.32	0.39		
PBR(최저)	0.25	0.21	0.23		
PSR	0.29	0.26	0.40	0.40	0.40
PCFR	1.5	1.4	2.2	2.2	2.1
EV/EBITDA	6.5	6.2	6.8	6.8	6.3
<b>주요비율(%)</b>					
배당성향(%), 보통주, 현금	-71.4	-4,060.4	14.1	15.7	14.8
배당수익률(%), 보통주, 현금	2.5	3.0	2.3	2.5	2.5
ROA	-0.3	0.0	2.4	2.3	2.5
ROE	-1.8	-0.8	4.5	4.6	4.8
ROIC	-3.8	-2.1	3.6	3.5	3.6
매출채권회전율	3.7	3.7	3.9	3.7	3.8
재고자산회전율	6.4	6.8	7.5	7.7	7.7
부채비율	86.5	79.9	82.2	79.7	71.9
순차입금비율	14.7	12.0	18.0	17.0	13.1
이자보상배율	2.7	2.8	4.2	4.1	4.9
총차입금	2,227.7	1,842.7	2,175.3	2,195.3	1,856.2
순차입금	923.9	750.8	1,162.1	1,141.0	911.1
NOPLAT	-293.3	-154.1	288.0	286.6	299.7
FCF	-205.0	-174.3	-345.7	94.5	303.0

자료: 키움증권 리서치

## 5) 롯데쇼핑 2Q25 Preview

투자의견 BUY,  
목표주가 95,000원

**롯데쇼핑의 2Q25 연결기준 영업이익은 416억원(-26% YoY)으로 시장 컨센서스를 하회할 것으로 전망된다.** 해외 백화점/할인점의 실적 개선과 감가상각비 감소에도 불구하고, 내수 소비심리 부진으로 국내 백화점과 할인점의 기준점 성장률이 예상 보다 약했고, 흥행 실적 부진에 따른 컬처웍스 실적 저조 등으로 인해, 시장 기대 대비 부진한 실적을 기록할 전망이다.

하반기에는 내수 소비경기 회복, 해외사업의 구조적 성장 등에 힘입어, 상반기 대비 실적 개선 모멘텀이 강화될 전망이다. 특히, 정치적 불확실성 완화에 따른 소비심리 반등, 금리 인하 누적, 정부의 2차 추경 편성 등에 힘입어, 내수 소비 회복이 점차 현실화될 것으로 기대된다.

할인점 사업의 주력 경쟁사 홈플러스는 9월까지 회생 계획 인가 전 매각을 통해 재무구조 개선을 추진하고 있다. 동사는 9월말까지 매각을 완료하고, 10/17 회생 계획안 제출, 11월초 관계인 집회까지 일정을 마무리할 계획이다. 하지만, 현재 홈플러스를 둘러싼 복잡한 이해관계와 악화된 본업의 가격 경쟁력('24. 3~'25. 2 판관비율 35% 수준)을 감안한다면, 시장에서 적합한 인수 후보를 찾기가 쉽지 않은 상황이다.

따라서, 올해 4분기부터는 홈플러스의 유동성 개선을 위한 점포 폐점 등의 압력이 현실화되면서, 롯데마트를 포함한 경쟁사들의 반사수혜가 확대될 가능성이 높기 때문에, 동사 국내 할인점의 26년 실적 추정치가 추가로 상향될 가능성이 높은 것으로 판단된다.

## 롯데쇼핑 연결기준 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25E	3Q25E	4Q25E	2024	2025E	2026E
<b>총매출액</b>	<b>4,953</b>	<b>4,873</b>	<b>4,919</b>	<b>5,078</b>	<b>4,891</b>	<b>4,811</b>	<b>4,939</b>	<b>5,258</b>	<b>19,823</b>	<b>19,900</b>	<b>20,344</b>
(YoY)	-0.7%	-4.0%	-4.0%	-3.5%	-1.3%	-1.3%	0.4%	3.5%	-3.1%	0.4%	2.2%
<b>백화점</b>	2,092	2,104	1,932	2,325	2,069	2,070	1,947	2,384	8,453	8,470	8,600
국내	2,063	2,076	1,906	2,293	2,038	2,041	1,918	2,350	8,337	8,347	8,471
해외	29	28	26	33	31	29	29	34	116	123	129
할인점	1,618	1,468	1,584	1,490	1,621	1,467	1,622	1,585	6,160	6,295	6,524
국내	1,190	1,116	1,237	1,121	1,152	1,110	1,254	1,193	4,663	4,709	4,843
해외	428	352	347	370	469	358	368	392	1,497	1,586	1,682
이커머스	30	28	27	35	28	26	26	34	120	114	114
슈퍼	341	342	347	315	317	323	335	309	1,344	1,284	1,296
하이마트	537	604	702	573	553	610	711	582	2,357	2,384	2,446
홈쇼핑	232	236	212	259	230	233	210	256	939	929	929
컬처웍스	115	114	131	92	86	103	104	119	452	413	421
기타 및 연결조정	-11	-21	-15	-11	-13	-21	-15	-11	0	11	12
<b>순매출액</b>	<b>3,513</b>	<b>3,428</b>	<b>3,568</b>	<b>3,477</b>	<b>3,457</b>	<b>3,389</b>	<b>3,579</b>	<b>3,612</b>	<b>13,987</b>	<b>14,037</b>	<b>14,385</b>
(YoY)	-1.4%	-5.4%	-4.6%	-4.3%	-1.6%	-1.1%	0.3%	3.9%	-3.9%	0.4%	2.5%
<b>영업이익</b>	<b>115</b>	<b>56</b>	<b>155</b>	<b>147</b>	<b>148</b>	<b>42</b>	<b>147</b>	<b>249</b>	<b>473</b>	<b>586</b>	<b>620</b>
(YoY)	2.1%	8.9%	9.1%	-27.3%	29.0%	-25.9%	-5.4%	69.5%	-6.9%	23.8%	5.9%
(OPM)	3.3%	1.6%	4.3%	4.2%	4.3%	1.2%	4.1%	6.9%	3.4%	4.2%	4.3%
<b>백화점</b>	90	59	71	180	130	68	91	222	400	511	527
(YoY)	-31.7%	-9.0%	-8.1%	-15.4%	44.0%	15.5%	28.4%	23.3%	-17.8%	27.7%	3.1%
(OPM)	11.5%	7.3%	9.7%	20.5%	16.8%	8.6%	12.4%	24.6%	12.0%	15.3%	15.6%
국내	92	60	73	181	128	65	88	217	406	498	508
해외	-2	-1	-3	-1	2	3	3	5	-6	13	18
할인점	43	-16	45	-7	28	-33	34	12	65	42	53
국내	25	-26	35	-18	7	-44	22	0	17	-15	-8
해외	18	10	10	11	21	11	12	13	48	56	62
이커머스	-22	-20	-19	-7	-9	-8	-8	-7	-69	-31	-30
슈퍼	12	13	12	-8	3	4	6	-4	29	9	12
하이마트	-16	3	31	-16	-11	6	16	-3	2	8	12
홈쇼핑	10	16	10	14	12	12	8	12	50	44	40
컬처웍스	1	6	9	-16	-10	-4	4	10	0	0	2
기타 및 연결조정	-3	-5	-4	7	5	-5	-4	7	-4	3	3
세전이익	83	-73	29	-1,060	45	6	53	207	-1,021	311	378
순이익	73	-80	7	-994	18	5	41	156	-994	220	287
<b>(지배)순이익</b>	<b>78</b>	<b>-91</b>	<b>0</b>	<b>-955</b>	<b>16</b>	<b>-2</b>	<b>33</b>	<b>152</b>	<b>-968</b>	<b>199</b>	<b>265</b>
(YoY)	38.4%	직전	직전	직지	-79.2%	직지	흑전	흑전	직전	흑전	33.6%
<b>기준점 성장률</b>											
국내 백화점	3.5%	0.9%	-0.1%	-0.1%	1.0%	0.5%	2.0%	2.5%	1.0%	1.5%	1.5%
국내 할인점	4.7%	-3.9%	-4.6%	1.0%	0.0%	2.0%	4.0%	6.0%	-0.8%	3.0%	2.7%

자료: 회사자료, 키움증권 리서치

## 롯데쇼핑 추정 재무제표

## 포괄손익계산서

12 월 결산, IFRS 연결	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
<b>매출액</b>	14,555.9	13,986.6	14,036.5	14,385.5	14,694.6
매출원가	7,781.2	7,251.4	7,356.6	7,599.8	7,810.8
매출총이익	6,774.7	6,735.2	6,679.9	6,785.7	6,883.8
판관비	6,266.3	6,262.1	6,094.1	6,165.4	6,249.6
<b>영업이익</b>	508.4	473.1	585.9	620.2	634.2
<b>EBITDA</b>	1,181.0	1,085.0	1,103.4	1,168.2	1,210.1
<b>영업외손익</b>	-324.4	-1,494.3	-274.8	-242.1	-251.5
이자수익	161.3	144.8	114.5	95.7	78.3
이자비용	595.4	621.3	570.8	537.3	537.3
외환관련이익	35.3	18.9	25.0	25.0	25.0
외환관련손실	55.1	195.5	25.0	25.0	25.0
종속 및 관계기업손익	147.1	142.6	120.0	138.0	146.0
기타	-17.6	-983.8	61.5	61.5	61.5
<b>법인세차감전이익</b>	184.0	-1,021.2	311.1	378.1	382.6
법인세비용	14.8	-27.2	91.3	91.5	92.6
<b>계속사업순이익</b>	169.2	-994.1	219.8	286.6	290.0
<b>당기순이익</b>	169.2	-994.1	219.8	286.6	290.0
<b>지배주주순이익</b>	174.4	-968.0	198.7	265.5	269.6
<b>증감율 및 수익성 (%)</b>					
매출액 증감율	-5.9	-3.9	0.4	2.5	2.1
영업이익 증감율	31.6	-6.9	23.8	5.9	2.3
EBITDA 증감율	11.0	-8.1	1.7	5.9	3.6
지배주주순이익 증감율	흑전	적전	흑전	33.6	1.5
EPS 증감율	흑전	적전	흑전	33.6	1.6
매출총이익율(%)	46.5	48.2	47.6	47.2	46.8
영업이익률(%)	3.5	3.4	4.2	4.3	4.3
EBITDA Margin(%)	8.1	7.8	7.9	8.1	8.2
지배주주순이익률(%)	1.2	-6.9	1.4	1.8	1.8

## 재무상태표

12 월 결산, IFRS 연결	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
<b>유동자산</b>	5,563.8	5,516.9	4,907.6	4,581.7	4,277.6
현금 및 현금성자산	1,589.7	1,554.8	938.6	556.3	202.1
단기금융자산	1,347.6	1,339.2	1,339.2	1,339.2	1,339.2
매출채권 및 기타채권	993.0	724.1	861.6	883.0	902.0
재고자산	1,269.2	1,540.5	1,409.9	1,444.9	1,476.0
기타유동자산	364.3	358.3	358.3	358.3	358.3
<b>비유동자산</b>	25,080.9	33,486.1	34,218.5	34,738.5	35,238.6
투자자산	3,160.9	3,033.2	3,153.2	3,291.2	3,437.2
유형자산	15,006.7	24,306.4	24,935.9	25,332.0	25,697.8
무형자산	1,158.8	751.6	734.6	720.5	708.7
기타비유동자산	5,754.5	5,394.9	5,394.8	5,394.8	5,394.9
<b>자산총계</b>	30,644.7	39,003.0	39,126.1	39,320.3	39,516.2
<b>유동부채</b>	10,903.4	9,836.0	9,846.7	9,861.7	9,875.0
매입채무 및 기타채무	3,355.1	3,126.7	3,128.9	3,143.9	3,157.2
단기금융부채	5,862.8	5,209.9	5,218.4	5,218.4	5,218.4
기타유동부채	1,685.5	1,499.4	1,499.4	1,499.4	1,499.4
<b>비유동부채</b>	8,904.8	12,133.4	12,133.4	12,133.4	12,133.4
장기금융부채	8,450.5	9,610.1	9,610.1	9,610.1	9,610.1
기타비유동부채	454.3	2,523.3	2,523.3	2,523.3	2,523.3
<b>부채총계</b>	19,808.2	21,969.4	21,980.1	21,995.1	22,008.4
<b>자본지분</b>	9,493.5	15,504.0	15,595.2	15,753.3	15,915.5
자본금	141.4	141.4	141.4	141.4	141.4
자본잉여금	3,574.3	3,574.3	3,574.3	3,574.3	3,574.3
기타자본	-3,019.7	-3,048.4	-3,048.4	-3,048.4	-3,048.4
기타포괄손익누계액	-11.4	7,190.3	7,190.3	7,190.3	7,190.3
이익잉여금	8,630.1	7,497.7	7,588.9	7,747.0	7,909.2
비자본지분	1,342.9	1,529.7	1,550.7	1,571.9	1,592.3
<b>자본총계</b>	10,836.4	17,033.6	17,146.0	17,325.2	17,507.8

## 현금흐름표

12 월 결산, IFRS 연결	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
<b>영업활동 현금흐름</b>	1,639.8	1,587.9	1,550.9	1,541.0	1,550.5
당기순이익	169.2	-994.1	219.8	286.6	290.0
비현금항목의 가감	1,564.7	2,707.7	1,427.2	1,387.3	1,389.8
유형자산감가상각비	549.5	553.7	470.5	503.9	534.2
무형자산감가상각비	123.1	58.1	47.0	44.1	41.7
지분법평가손익	-254.7	-204.9	-120.0	-138.0	-146.0
기타	1,146.8	2,300.8	1,029.7	977.3	959.9
영업활동자산부채증감	-137.4	-114.8	-4.8	-41.5	-36.7
매출채권및기타채권의감소	-106.2	54.6	-137.5	-21.4	-19.0
재고자산의감소	117.1	-68.6	130.6	-35.0	-31.1
매입채무및기타채무의증가	-24.3	-8.4	2.1	15.0	13.3
기타	-124.0	-92.4	0.0	-0.1	0.1
기타현금흐름	43.3	-10.9	-91.3	-91.4	-92.6
<b>투자활동 현금흐름</b>	-198.9	-1,067.6	-847.0	-665.8	-683.2
유형자산의 취득	-816.0	-906.0	-1,100.0	-900.0	-900.0
유형자산의 처분	93.3	26.4	0.0	0.0	0.0
무형자산의 순취득	-46.0	-21.0	-30.0	-30.0	-30.0
투자자산의감소(증가)	53.8	127.8	0.0	0.0	0.0
단기금융자산의감소(증가)	294.7	8.4	0.0	0.0	0.0
기타	221.3	-303.2	283.0	264.2	246.8
<b>재무활동 현금흐름</b>	-1,650.9	-497.6	-1,313.2	-1,288.3	-1,288.3
차입금의 증가(감소)	-385.2	703.4	8.5	0.0	0.0
자본금, 자본잉여금의 증가(감소)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자기주식처분(취득)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
배당금지급	-149.5	-143.2	-107.4	-107.4	-107.4
기타	-1,116.2	-1,057.8	-1,214.3	-1,180.9	-1,180.9
기타현금흐름	-1.1	-57.6	-6.9	30.8	66.8
<b>현금 및 현금성자산의 순증가</b>	-211.1	-34.9	-616.3	-382.3	-354.2
기초현금 및 현금성자산	1,800.8	1,589.7	1,554.8	938.6	556.3
기말현금 및 현금성자산	1,589.7	1,554.8	938.6	556.3	202.1

## 투자지표

12 월 결산, IFRS 연결	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
<b>주당지표(원)</b>	6,165	-34,219	7,025	9,384	9,531
EPS	335,593	548,061	551,288	556,874	562,608
BPS	61,293	60,578	58,219	59,173	59,383
CFPS	3,800	3,800	3,800	3,800	3,800
<b>주가배수(배)</b>	12.2	-1.6	11.1	8.3	8.2
PER(최고)	16.5	-2.7	11.9		
PER(최저)	10.5	-1.5	7.4		
PBR(최고)	0.22	0.10	0.14	0.14	0.14
PBR(최저)	0.30	0.17	0.15		
PSR	0.19	0.10	0.09		
PCFR	0.15	0.11	0.16	0.15	0.15
EV/EBITDA	1.2	0.9	1.3	1.3	1.3
<b>주요비율(%)</b>	8.4	9.6	10.6	10.4	10.3
배당성향(%), 보통주, 현금	63.5	-10.8	48.9	37.5	37.0
배당수익률(%), 보통주, 현금	5.1	7.0	4.9	4.9	4.9
ROA	0.5	-2.9	0.6	0.7	0.7
ROE	1.8	-7.7	1.3	1.7	1.7
ROIC	1.3	10.9	1.0	1.2	1.2
매출채권회전율	16.3	16.3	17.7	16.5	16.5
재고자산회전율	11.0	10.0	9.5	10.1	10.1
부채비율	182.8	129.0	128.2	127.0	125.7
순차입금비율	59.7	42.9	46.3	48.0	49.5
이자보상배율	0.9	0.8	1.0	1.2	1.2
총차입금	9,407.5	10,207.7	10,216.2	10,216.2	10,216.2
순차입금	6,470.2	7,313.6	7,938.4	8,320.7	8,674.9
NOPLAT	232.2	2,409.1	279.7	326.2	336.7
FCF	-1.4	2,005.4	-337.5	-97.3	-54.1

자료: 키움증권 리서치

## 6) 이마트 2Q25 Preview

투자의견 BUY,  
목표주가 140,000원

이마트의 2Q25 연결기준 영업이익 343억원으로 시장 컨센서스에 부합할 것으로 전망된다.

내수 소비심리 부진에 따른 할인점 매출 부진에도 불구하고, 트레이더스 매출 호조와 통합 매입 및 고정비 절감에 따른 수익성 개선에 힘입어, 별도법인 중심의 견조한 실적 흐름이 지속될 것으로 전망된다.

하반기에는 내수 소비경기 회복, 주력 경쟁사 영업력 약화 등에 힘입어, 비용 절감 외에도 매출 회복 측면에서 실적 개선 모멘텀이 강화될 전망이다. 특히, 정치적 불확실성 완화에 따른 소비심리 반등, 금리 인하 누적, 정부의 2차 추경 편성 등에 힘입어, 내수 소비 회복이 점차 현실화될 것으로 기대된다.

할인점 사업의 주력 경쟁사 홈플러스는 9월까지 화생 계획 인가 전 매각을 통해 재무구조 개선을 추진하고 있다. 동사는 9월말까지 매각을 완료하고, 10/17 화생 계획안 제출, 11월 초 관계인 집회까지 일정을 마무리할 계획이다. 하지만, 현재 홈플러스를 둘러싼 복잡한 이해관계와 악화된 본업의 가격 경쟁력('24. 3~'25. 2 판관비율 35% 수준)을 감안한다면, 시장에서 적합한 인수 후보를 찾기가 쉽지 않은 상황이다.

따라서, 올해 4분기부터는 홈플러스의 유동성 개선을 위한 점포 폐점 등의 압력이 현실화되면서, 이마트를 포함한 경쟁사들의 반사수혜가 확대될 가능성이 높기 때문에, 이마트의 26년 실적 추정치가 추가로 상향될 가능성이 높은 것으로 판단된다.

## 이마트 연결기준 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25E	3Q25E	4Q25E	2024	2025E	2026E
<b>총매출액</b>											
별도기준	4,203	3,839	4,673	4,253	4,269	3,927	4,907	4,533	16,967	18,355	18,806
(YoY)	2.3%	-2.5%	5.3%	4.7%	1.6%	2.3%	5.0%	6.6%	2.5%	8.2%	2.5%
할인점	3,034	2,756	3,075	2,802	3,042	2,770	3,220	3,004	11,667	12,035	12,366
트레이더스	916	833	965	836	967	899	1,052	911	3,550	3,829	3,935
전문점	254	251	262	253	260	258	262	253	1,020	1,033	1,033
에브리데이			370	362	356	362	374	365	731	1,457	1,472
<b>순매출액</b>	<b>7,207</b>	<b>7,056</b>	<b>7,508</b>	<b>7,250</b>	<b>7,219</b>	<b>7,057</b>	<b>7,128</b>	<b>6,957</b>	<b>29,021</b>	<b>28,360</b>	<b>28,056</b>
(YoY)	1.0%	-3.0%	-2.6%	-1.4%	0.2%	0.0%	-5.1%	-4.0%	-1.5%	-2.3%	-1.1%
별도기준	3,848	3,506	4,315	3,900	4,259	3,970	4,161	3,795	15,570	16,186	15,850
연결-별도	3,358	3,550	3,193	3,349	2,960	3,087	2,967	3,161	13,451	12,174	12,206
쓱닷컴	413	395	391	376	357	364	353	362	1,576	1,436	1,483
G 마켓글로벌	255	253	226	228	201	207			961	408	
SCK 컴퍼니	735	760	788	818	762	790	835	867	3,100	3,254	3,449
(YoY)	7.6%	7.5%	3.8%	4.8%	3.7%	4.0%	6.0%	6.0%	5.8%	5.0%	6.0%
이마트 24	511	565	568	519	466	532	547	514	2,163	2,059	2,184
기타 및 연결조정	1,444	1,577	1,222	1,408	1,175	1,194	1,231	1,418	5,651	5,018	5,089
<b>영업이익</b>	<b>47</b>	<b>-35</b>	<b>112</b>	<b>-77</b>	<b>159</b>	<b>34</b>	<b>211</b>	<b>138</b>	<b>47</b>	<b>543</b>	<b>651</b>
(YoY)	245.0%	적지	43.4%	적지	238.2%	흑전	88.9%	흑전	흑전	1052.1%	19.9%
(OPM)	0.7%	-0.5%	1.5%	-1.1%	2.2%	0.5%	3.0%	2.0%	0.2%	1.9%	2.3%
별도기준	93	-21	123	-73	133	20	155	85	122	393	438
(OPM)	2.2%	-0.5%	2.6%	-1.7%	3.1%	0.5%	3.2%	1.9%	0.7%	2.1%	2.3%
할인점	51	-55	71	-87	78	-30	95	45	-20	188	223
트레이더스	31	22	34	5	42	34	45	29	92	149	156
전문점	11	11	11	6	7	10	8	8	38	32	32
에브리데이	4	4	6	2	6	6	3	8	20	24	
쓱닷컴	-14	-17	-17	-25	-18	-19	-19	-23	-73	-79	-74
G 마켓글로벌	-9	-8	-18	-33	-12	-11			-67	-23	
SCK 컴퍼니	33	43	66	49	35	47	67	66	191	215	235
(OPM)	4.5%	5.7%	8.4%	5.9%	4.6%	5.9%	8.0%	7.6%	6.2%	6.6%	6.8%
이마트 24	-13	-3	0	-14	-10	0	3	-6	-30	-13	-8
PPA 상각비	-40	-40	-40	-40	-16	-16	-16	-16	-159	-63	-63
기타 및 연결조정	-4	10	-3	60	47	13	21	32	63	113	122
영업외손익	-14	-99	6	-545	-40	-76	-81	-80	-653	-278	-275
이자수익-이자비용	-89	-95	-92	-90	-101	-98	-98	-98	-365	-394	-383
지분법손익	5	4	8	7	11	7	1	3	23	22	15
기타	70	-8	90	-462	49	15	15	14	-310	94	94
세전이익	33	-134	118	-622	119	-42	130	58	-605	265	376
순이익	29	-112	105	-596	84	-32	98	44	-573	194	285
<b>(지배)순이익</b>	<b>28</b>	<b>-146</b>	<b>121</b>	<b>-592</b>	<b>71</b>	<b>-25</b>	<b>97</b>	<b>46</b>	<b>-590</b>	<b>189</b>	<b>289</b>
(YoY)	146.1%	적지	192.4%	적지	157.3%	적지	-19.2%	흑전	적지	흑전	53.2%
<b>기준점 성장률</b>											
이마트	1.4%	-3.0%	-2.9%	-4.1%	-0.6%	-0.9%	3.5%	6.0%	-2.1%	2.0%	2.7%
트레이더스	7.3%	0.1%	-1.3%	0.4%	1.9%	3.1%	5.0%	5.0%	1.5%	3.8%	2.3%

자료: 회사자료, 키움증권 리서치

## 이마트 추정 재무제표

## 포괄손익계산서

12 월 결산, IFRS 연결	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
<b>매출액</b>	29,472.2	29,020.9	28,360.0	28,055.9	28,874.7
매출원가	20,728.1	19,979.8	19,318.2	19,220.7	19,734.4
매출총이익	8,744.2	9,041.1	9,041.8	8,835.2	9,140.3
판관비	8,791.1	8,994.0	8,499.1	8,184.4	8,397.3
<b>영업이익</b>	-46.9	47.1	542.6	650.8	743.0
<b>EBITDA</b>	1,009.1	1,109.4	1,469.9	1,566.1	1,638.2
<b>영업외손익</b>	-165.4	-652.5	-277.5	-274.6	-261.9
이자수익	95.5	128.3	81.4	81.7	94.4
이자비용	417.7	493.7	475.1	465.0	465.0
외환관련이익	19.2	10.2	30.0	30.0	30.0
외환관련손실	54.6	161.7	30.0	30.0	30.0
종속 및 관계기업손익	12.4	23.0	22.5	15.0	15.0
기타	179.8	-158.6	93.7	93.7	93.7
<b>법인세차감전이익</b>	-212.3	-605.4	265.1	376.2	481.1
법인세비용	-24.8	-32.0	70.7	91.0	116.4
계속사업순이익	-187.5	-573.4	194.4	285.1	364.7
<b>당기순이익</b>	-187.5	-573.4	194.4	285.1	364.7
<b>지배주주순이익</b>	-89.1	-590.0	188.9	289.4	362.4
<b>증감율 및 수익성 (%)</b>					
매출액 증감율	0.5	-1.5	-2.3	-1.1	2.9
영업이익 증감율	적전	흑전	1,052.0	19.9	14.2
EBITDA 증감율	-13.3	9.9	32.5	6.5	4.6
지배주주순이익 증감율	적전	적지	흑전	53.2	25.2
EPS 증감율	적전	적지	흑전	53.2	25.2
매출총이익률(%)	29.7	31.2	31.9	31.5	31.7
영업이익률(%)	-0.2	0.2	1.9	2.3	2.6
EBITDA Margin(%)	3.4	3.8	5.2	5.6	5.7
지배주주순이익률(%)	-0.3	-2.0	0.7	1.0	1.3

## 재무상태표

12 월 결산, IFRS 연결	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
<b>유동자산</b>	6,387.8	10,429.1	10,202.6	10,291.3	10,748.6
현금 및 현금성자산	1,771.2	1,775.1	1,631.6	1,758.9	2,112.4
단기금융자산	715.7	511.0	511.0	511.0	511.0
매출채권 및 기타채권	1,834.0	1,624.2	1,689.7	1,671.6	1,720.4
재고자산	1,845.8	2,054.4	1,905.6	1,885.2	1,940.2
기타유동자산	221.1	4,464.4	4,464.7	4,464.6	4,464.6
<b>비유동자산</b>	27,056.1	23,501.5	23,356.7	23,216.4	23,096.2
투자자산	3,758.3	4,210.2	4,232.7	4,247.7	4,262.7
유형자산	10,042.4	9,730.9	9,638.9	9,561.4	9,496.1
무형자산	7,761.3	4,095.7	4,020.4	3,942.6	3,872.7
기타비유동자산	5,494.1	5,464.7	5,464.7	5,464.7	5,464.7
<b>자산총계</b>	33,443.9	33,930.6	33,559.2	33,507.7	33,844.8
<b>유동부채</b>	10,373.9	10,804.1	10,905.3	10,635.7	10,675.0
매입채무 및 기타채무	4,364.2	3,656.6	3,624.8	3,610.3	3,649.6
단기금융부채	3,706.3	3,748.3	3,881.2	3,626.2	3,626.2
기타유동부채	2,303.4	3,399.2	3,399.3	3,399.2	3,399.2
<b>비유동부채</b>	9,235.8	9,942.4	9,342.4	9,342.4	9,342.4
장기금융부채	7,908.9	8,745.5	8,145.5	8,145.5	8,145.5
기타비유동부채	1,326.9	1,196.9	1,196.9	1,196.9	1,196.9
<b>부채총계</b>	19,609.6	20,746.6	20,247.7	19,978.1	20,017.4
<b>자본지분</b>	11,453.4	10,390.6	10,512.5	10,735.0	11,030.4
자본금	139.4	139.4	139.4	139.4	139.4
자본잉여금	4,276.7	4,208.2	4,208.2	4,208.2	4,208.2
기타자본	623.7	384.1	384.1	384.1	384.1
기타포괄손익누계액	656.3	1,020.4	1,020.4	1,020.4	1,020.4
이익잉여금	5,358.6	4,638.4	4,760.4	4,982.8	5,278.3
비자본지분	2,380.8	2,793.5	2,799.0	2,794.7	2,797.0
<b>자본총계</b>	13,834.2	13,184.1	13,311.5	13,529.7	13,827.4

## 현금흐름표

12 월 결산, IFRS 연결	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
<b>영업활동 현금흐름</b>	1,135.1	1,459.8	1,584.0	1,636.4	1,607.5
당기순이익	-187.5	-573.4	194.4	285.1	364.7
비현금항목의 가감	2,250.6	2,806.6	2,027.3	2,012.9	2,005.6
유형자산감가상각비	822.2	816.1	792.0	777.5	765.3
무형자산감가상각비	233.8	246.2	135.3	137.8	129.9
지분법평가손익	-12.4	-23.0	-22.5	-15.0	-15.0
기타	1,207.0	1,767.3	1,122.5	1,112.6	1,125.4
영업활동자산부채증감	-353.4	-372.2	38.1	24.0	-64.5
매출채권및기타채권의감소	-215.3	-1.9	-65.5	18.1	-48.8
재고자산의감소	40.6	-209.8	148.7	20.4	-55.0
매입채무및기타채무의증가	-159.9	-50.9	-31.7	-14.6	39.3
기타	-18.8	-109.6	-13.4	0.1	0.0
기타현금흐름	-574.6	-401.2	-675.8	-685.6	-698.3
<b>투자활동 현금흐름</b>	-809.1	-892.1	-760.0	-760.0	-760.0
유형자산의 취득	-765.7	-650.7	-700.0	-700.0	-700.0
유형자산의 처분	161.8	24.5	0.0	0.0	0.0
무형자산의 순취득	-59.6	-26.8	-60.0	-60.0	-60.0
투자자산의감소(증가)	-75.1	-428.9	0.0	0.0	0.0
단기금융자산의감소(증가)	-228.4	204.7	0.0	0.0	0.0
기타	157.9	-14.9	0.0	0.0	0.0
<b>재무활동 현금흐름</b>	176.0	-153.1	-1,046.3	-847.5	-592.5
차입금의 증가(감소)	483.8	631.9	-467.2	-255.0	0.0
자본금, 자본잉여금의 증가(감소)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자기주식처분(취득)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
배당금지급	-146.4	-171.9	-53.6	-67.0	-67.0
기타	-161.4	-613.1	-525.5	-525.5	-525.5
기타현금흐름	0.0	-410.8	78.9	98.3	98.5
<b>현금 및 현금성자산의 순증가</b>	502.1	3.8	-143.4	127.2	353.5
기초현금 및 현금성자산	1,269.1	1,771.2	1,775.1	1,631.6	1,758.9
기말현금 및 현금성자산	1,771.2	1,775.1	1,631.6	1,758.9	2,112.4

12 월 결산, IFRS 연결	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
<b>주당지표(원)</b>					
EPS	-3,196	-21,166	6,777	10,382	13,001
BPS	410,873	372,745	377,119	385,099	395,698
CFPS	74,011	80,111	79,699	82,440	85,029
DPS	2,000	2,000	2,500	2,500	2,500
<b>주가배수(배)</b>					
PER	-24.0	-3.0	14.2	9.3	7.4
PER(최고)	-37.5	-4.2	14.0		
PER(최저)	-21.3	-2.6	9.1		
PBR	0.19	0.17	0.26	0.25	
PBR(최고)	0.29	0.24	0.25		
PBR(최저)	0.17	0.15	0.16		
PSR	0.07	0.06	0.09	0.10	0.09
PCFR	1.0	0.8	1.2	1.2	1.1
EV/EBITDA	9.8	10.0	7.9	7.2	6.7
<b>주요비율(%)</b>					
배당성향(% 보통주, 현금)	-28.6	-9.3	34.5	23.5	18.4
배당수익률(% 보통주, 현금)	2.6	3.2	2.6	2.6	2.6
ROA	-0.6	-1.7	0.6	0.9	1.1
ROE	-0.8	-5.4	1.8	2.7	3.3
ROIC	-1.8	-2.0	1.6	2.1	2.5
매출채권회전율	16.7	16.8	17.1	16.7	17.0
재고자산회전율	15.2	14.9	14.3	14.8	15.1
부채비율	141.7	157.4	152.1	147.7	144.8
순차입금비율	38.9	49.5	46.6	43.0	39.6
이자보상배율	-0.1	0.1	1.1	1.4	1.6
총차입금	7,874.4	8,816.2	8,349.0	8,094.0	8,094.0
순차입금	5,387.5	6,530.1	6,206.3	5,824.1	5,470.6
NOPLAT	-345.0	-364.6	286.5	378.1	448.0
FCF	-305.9	-327.5	491.8	557.4	518.7

자료: 키움증권 리서치

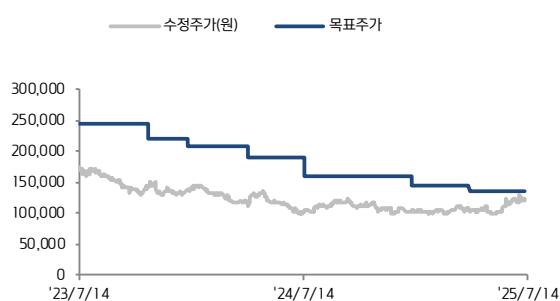
## 투자의견변동내역(2개년)

종목명	일자	투자의견	목표주가	목표 가격 대상 시점	고리율(%)		종목명	일자	투자의견	목표주가	목표 가격 대상 시점	고리율(%)	
					평균 주가 대비	최고 주가 대비						평균 주가 대비	최고 주가 대비
<b>BGF리테일</b> <b>(282330)</b>	2023-11-03	BUY(Maintain)	220,000원	6개월	-33.68	-31.59	<b>현대백화점</b> <b>(069960)</b>	2023-08-09	BUY(Maintain)	76,000원	6개월	-12.01	-6.84
	2023-11-16	BUY(Maintain)	220,000원	6개월	-37.99	-31.59		2023-09-04	BUY(Maintain)	88,000원	6개월	-36.57	-21.25
	2024-01-08	BUY(Maintain)	210,000원	6개월	-35.08	-30.43		2024-01-08	BUY(Maintain)	78,000원	6개월	-36.28	-25.00
	2024-03-11	BUY(Maintain)	210,000원	6개월	-37.94	-30.43		2024-02-05	BUY(Maintain)	78,000원	6개월	-35.11	-23.21
	2024-04-15	BUY(Maintain)	190,000원	6개월	-38.13	-28.32		2024-02-08	BUY(Maintain)	78,000원	6개월	-33.52	-23.21
	2024-07-16	BUY(Maintain)	160,000원	6개월	-29.43	-22.94		2024-04-15	BUY(Maintain)	67,000원	6개월	-26.03	-21.19
	2024-10-10	BUY(Maintain)	160,000원	6개월	-29.70	-22.94		2024-07-16	BUY(Maintain)	63,000원	6개월	-24.62	-21.03
	2024-11-18	BUY(Maintain)	160,000원	6개월	-30.99	-22.94		2024-10-10	BUY(Maintain)	63,000원	6개월	-26.18	-21.03
	2025-01-07	BUY(Maintain)	145,000원	6개월	-27.89	-22.21		2024-11-29	BUY(Maintain)	63,000원	6개월	-25.79	-21.03
	2025-04-11	BUY(Maintain)	135,000원	6개월	-18.30	-3.85		2025-01-07	BUY(Maintain)	63,000원	6개월	-25.77	-21.03
	2025-07-14	Outperform (Downgrade)	135,000원	6개월				2025-04-02	BUY(Maintain)	75,000원	6개월	-21.67	-19.47
								2025-04-11	BUY(Maintain)	75,000원	6개월	-21.93	-17.20
								2025-05-12	BUY(Maintain)	81,000원	6개월	-10.86	-2.96
								2025-07-14	BUY(Maintain)	95,000원	6개월		
<b>GS리테일</b> <b>(007070)</b>	2023-08-09	BUY(Maintain)	35,000원	6개월	-31.68	-27.43	<b>이마트</b> <b>(139480)</b>	2024-01-08	Outperform (Maintain)	84,000원	6개월	-13.92	4.52
	2023-11-16	BUY(Maintain)	35,000원	6개월	-31.64	-27.43		2024-04-15	Outperform (Maintain)	68,000원	6개월	-10.67	-3.68
	2024-01-08	BUY(Maintain)	35,000원	6개월	-32.39	-27.43		2024-10-10	Outperform (Maintain)	68,000원	6개월	-10.72	-3.68
	2024-04-15	BUY(Maintain)	29,000원	6개월	-32.32	-29.14		2025-01-07	Marketperform (Downgrade)	68,000원	6개월	1.01	22.35
	2024-05-10	BUY(Maintain)	29,000원	6개월	-31.20	-27.41		2025-03-07	Buy(Upgrade)	130,000원	6개월	-36.00	-32.00
	2024-05-20	BUY(Maintain)	29,000원	6개월	-31.04	-21.55		2025-04-11	Buy(Maintain)	130,000원	6개월	-34.03	-29.46
	2024-06-04	BUY(Maintain)	29,000원	6개월	-29.08	-21.55		2025-05-09	Buy(Maintain)	130,000원	6개월	-33.76	-28.08
	2024-07-16	BUY(Maintain)	29,000원	6개월	-28.49	-21.55		2025-05-13	Buy(Maintain)	130,000원	6개월	-33.85	-28.08
	2024-08-08	BUY(Maintain)	29,000원	6개월	-27.48	-21.55		2025-05-19	Buy(Maintain)	130,000원	6개월	-33.32	-23.62
	2024-10-10	BUY(Maintain)	29,000원	6개월	-27.44	-21.55		2025-07-14	Buy(Maintain)	140,000원	6개월		
	2024-11-18	BUY(Maintain)	29,000원	6개월	-25.46	-20.17							
	2025-01-02	BUY(Maintain)	26,000원	6개월	-33.94	-33.73							
	2025-01-07	BUY(Maintain)	26,000원	6개월	-41.00	-32.46							
	2025-04-11	BUY(Maintain)	21,000원	6개월	-26.95	-15.95							
	2025-07-14	BUY(Maintain)	21,000원	6개월									
<b>신세계</b> <b>(004170)</b>	2023-08-10	BUY(Maintain)	330,000원	6개월	-38.16	-35.15	<b>롯데쇼핑</b> <b>(023530)</b>	2024-01-08	Buy(Maintain)	85,000원	6개월	-10.52	7.18
	2023-09-04	BUY(Maintain)	330,000원	6개월	-44.05	-34.85		2024-04-15	Buy(Maintain)	85,000원	6개월	-15.84	7.18
	2024-01-08	BUY(Maintain)	275,000원	6개월	-37.82	-31.09		2024-07-16	Buy(Maintain)	76,000원	6개월	-18.92	-15.79
	2024-04-15	BUY(Maintain)	250,000원	6개월	-34.48	-30.72		2024-10-10	Buy(Maintain)	76,000원	6개월	-18.64	-13.16
	2024-05-09	BUY(Maintain)	250,000원	6개월	-33.09	-29.16		2024-11-29	Buy(Maintain)	76,000원	6개월	-20.37	-13.16
	2024-05-20	BUY(Maintain)	250,000원	6개월	-36.58	-29.16		2025-01-07	Buy(Maintain)	72,000원	6개월	-16.44	-5.69
	2024-10-10	BUY(Maintain)	210,000원	6개월	-28.83	-25.62		2025-04-11	Buy(Maintain)	77,000원	6개월	-13.75	-6.36
	2024-11-11	BUY(Maintain)	210,000원	6개월	-31.99	-25.62		2025-05-12	Buy(Maintain)	90,000원	6개월	-15.18	-7.67
	2024-11-29	BUY(Maintain)	210,000원	6개월	-34.11	-25.62		2025-07-07	Buy(Maintain)	95,000원	6개월	-18.11	-16.21
	2025-01-07	BUY(Maintain)	190,000원	6개월	-25.87	-15.53		2025-07-14	Buy(Maintain)	95,000원	6개월		
	2025-04-11	BUY(Maintain)	190,000원	6개월	-18.71	1.53							
	2025-07-14	BUY(Maintain)	225,000원	6개월									

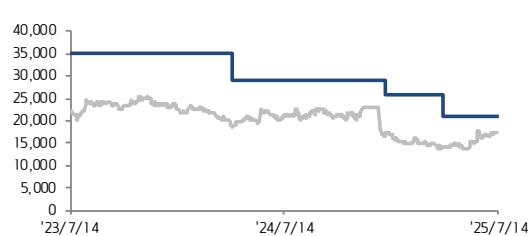
\*주가는 수정주가를 기준으로 고리율을 산출하였음.

## 목표주가추이(2개년)

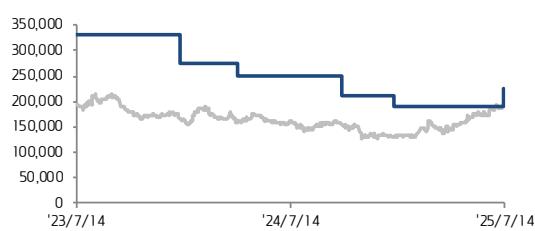
BGF리테일(282330)



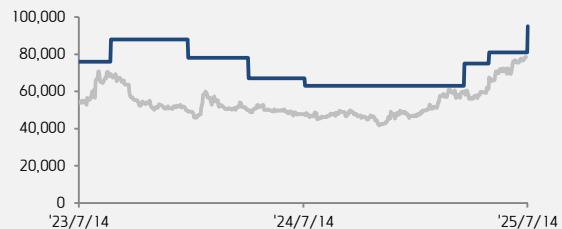
GS리테일(007070)



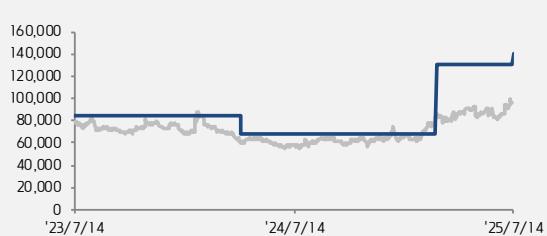
신세계(004170)



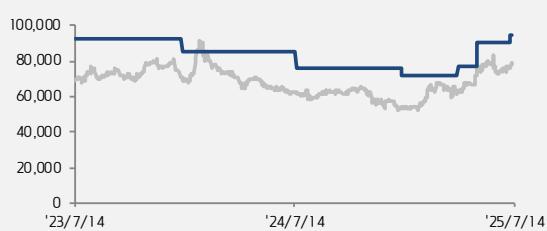
## 현대백화점(069960)



이마트(139480)



롯데쇼핑(023530)



**고지사항**

- 본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없고, 통지 없이 의견이 변경될 수 있습니다.
- 본 조사분석자료는 유가증권 투자를 위한 정보제공을 목적으로 당사 고객에게 배포되는 참고자료로서, 유가증권의 종류, 종목, 매매의 구분과 방법 등에 관한 의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일제의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않으며 법적 분쟁에서 증거로 사용 될 수 없습니다.
- 본 조사 분석자료를 무단으로 인용, 복제, 전시, 배포, 전송, 편집, 번역, 출판하는 등의 방법으로 저작권을 침해하는 경우에는 관련법에 의하여 민·형사상 책임을 지게 됩니다.

**투자의견 및 적용기준**

기업	적용기준(6개월)
Buy(매수)	시장대비 +20% 이상 주가 상승 예상
Outperform(시장수익률 상회)	시장대비 +10~+20% 주가 상승 예상
Marketperform(시장수익률)	시장대비 +10~-10% 주가 변동 예상
Underperform(시장수익률 하회)	시장대비 -10~-20% 주가 하락 예상
Sell(매도)	시장대비 -20% 이하 주가 하락 예상

업종	적용기준(6개월)
Overweight (비중확대)	시장대비 +10% 이상 초과수익 예상
Neutral (중립)	시장대비 +10~-10% 변동 예상
Underweight (비중축소)	시장대비 -10% 이상 초과하락 예상

**투자등급 비율 통계 (2024/07/01~2025/06/30)**

매수	중립	매도
96.48%	3.52%	0.00%