| Industry In depth | 유통 | Overweight | 2025. 6. 4 |

옳다구나! 올·다·쿠!

2025년 하반기 유통업 전망

Part Ⅰ 옳다구나, 올·다·쿠!
Part Ⅱ 이커머스 재편: 네이버, 컬리, 무신사
Part Ⅲ 오프라인 유통: 간만에 도는 온기
Part Ⅳ 결론 및 투자의견

LS증권

LS증권 유통/화장품 담당 **오린아**입니다.

다이소는 천원짜리로 연간 4조원에 가까운 매출을 올리고,
백화점 보석·시계 매장은 가격 인상 뉴스 하나로 두자릿수 매출 신장을 기록합니다.
고물가와 고금리 속에서 소비자는 더 이상 단순한 '합리적 소비'를 하지 않습니다.
이제는 초저가부터 럭셔리까지, '극단 소비'를 전략적으로 학습하고 있습니다.
동시에 소비자는 세분화된 취향을 기반으로 새로운 트렌드로 움직이고 있어, 유통업체와 제조사들은 이러한 파편화 소비에 민첩하게 대응해야 생존할 수 있는 국면에 진입했습니다.

이러한 환경속에서도 2025년 하반기 유통업은 '의외로 따뜻할 수 있다'고 판단합니다.
올리브영, 다이소, 쿠팡은 구조적 변화 속에서 각기 다른 방식으로 강한 질주를 이어갈 것입니다.
올리브영은 인디 브랜드 수요 흡수와 중국 단체 관광객 유입에 따른 하반기 회복 가능성이 큽니다.
다이소는 초저가 소비의 대표 채널로서 모든 소비재 가격을 낮추며 내/외국인 수요를 모두 흡수하고 있습니다.
쿠팡은 고객당 매출액 제고를 위한 카테고리 확장 및 자사 데이터 기반 PB 강화가 주효할 전망입니다.

한편, 네이버·컬리·무신사는 이커머스 지형을 새롭게 재편 중입니다.
네이버는 '플러스스토어' 런칭과 새로운 수수료 정책을 통해 점유율 확대 노력 중입니다. 컬리는 창립 이래 첫 영업이익 흑자를 기록하며 실적 전환점을 만들었고, 하반기 네이버 제휴를 통한 트래픽 확보와 비용 효율화가 기대됩니다. 무신사는 디자이너 브랜드 약진에 힘입어 두자릿수 성장을 이어가고 있으며, 현재 IPO 준비를 위한 수익성 중심 전략을 강화하는 중입니다. 플랫폼들의 생태계 Lock-in 경쟁은 더욱 치열해질 것이며, 이커머스 내 기업 간 격차는 앞으로 더 벌어질 수 있습니다.

더불어 하반기 새 정부 출범에 따른 내수 부양, 미국 관세 부담 완화, 중국 단체관광객 회복, 그리고 연말 성수기 효과 등 대형 모멘텀이 전통 유통업체들에게 작용합니다. 특히 백화점은 이 네 가지 수혜 요인을 모두 품고 있으며, 구조조정과 주요 점포 리뉴얼을 진행 중인 시점에서 실적 개선이 더욱 본격화할 것으로 기대됩니다. 할인점은 경쟁 완화와 비용 효율화에 따른 반등이 예상되며, 이커머스는 C커머스 업체들의 MAU 성장 정체와 경쟁사의 수익성 기조 경영 전환 흐름 속에서 점유율 확대의 기회를 맞이할 수 있겠습니다. 편의점은 출점 피크 이후 기상 등 외부 변수의 영향력이 커졌으며, 객단가 개선과 카테고리 전략의 정교함이 성패를 가를 것으로 보입니다.

Top-picks로는 **신세계**와 **이마트**를 제시합니다.
신세계는 백화점 리뉴얼, 시내면세점 경쟁 완화 등 실적 바닥 통과가 긍정적이며, 이마트는 할인점 구조조정과 경쟁 완화에 따른 레버리지 효과가 실적 개선으로 연결되고 있습니다. 차선호주로는 **현대백화점**을 제시합니다. 밸류에이션 매력이 부각되고 있으며, 소비심리 회복과 면세점 구조조정 효과가 실적 개선에 기여할 전망입니다.

파편화 및 극단적 소비의 확산, 이커머스 경쟁 구도 변화 등
유통업은 다시 한 번 재편되고 있습니다.
이번 리포트가 빠르게 진화하는 유통 시장을 이해하고,
장기적인 시야에서의 투자 판단에 도움이 되길 바랍니다.

유통/화장품
Analyst **오린아**
lina.oh@ls-sec.co.kr

자료는 크게 **4 가지 Part** 로 구성했습니다.

[Part I. 옳다구나, 올·다·쿠]

올리브영, 다이소, 쿠팡의 질주가 계속되고 있습니다. 단기 경기 변수를 떠나, 1)화장품 인디 브랜드 수요 흡수, 2)초저가 현상 선호, 3)소비자 편의성이 실적 호조에 기여하고 있다는 판단입니다. 올리브영의 올해 1 분기 매출액이 QoQ 로 감소하며 성장 둔화에 대한 일부 우려가 있지만, 과거 분기별 매출 성장 흐름을 보았을 때 단정하기는 이릅니다. 과거 대비 잦은 화장품 소비, 중국인 단체관광객 3 분기 무비자 입국, 연말 성수기 효과가 올해 하반기 오히려 기대 요소입니다. 다이소의 질주는 초저가 제품 선호 지속, 외국인 쇼핑 수요 흡수, 카테고리 확장에 따라 계속될 것입니다. 쿠팡은 고객당 매출액 성장률이 과거와 달리 한자릿수대에 머물고 있어 객단가 제고를 위한 노력에 힘쓰고 있습니다. 더불어 방대한 고객 쇼핑 키워드 검색 쿼리 및 판매 데이터를 바탕으로 쿠팡의 PB 상품은 높은 구매 전환을 이끌어 내고 있습니다.

[Part II. 이커머스 재편: 네이버, 컬리, 무신사]

네이버, 컬리, 무신사가 이커머스 판을 다시 짜고 있습니다. 네이버는 커머스 강화를 위해 '플러스스토어'를 런칭하고, 6 월부터는 신규 판매수수료 정책을 도입합니다. 검색 위주의 쇼핑에서 콘텐츠 기반 발견형 쇼핑으로의 전환을 본격화한 것으로, 네이버 생태계 안에서 머무는 구조를 강화하고 쿠팡과의 양강 구도에서 점유율 우위를 노리고 있습니다. 컬리는 창립 이래 첫 연결 기준 영업이익 흑자를 달성하며 실적 전환점을 마련했습니다. 식품 중심 1P 거래액이 안정적으로 성장했고, 코로나 19 이후 과열됐던 새벽배송 시장이 정리되며 경쟁 강도가 낮아진 점도 긍정적입니다. 네이버와의 제휴는 신규 고객 유입 경로를 다양화하고, 비용 효율을 높이는 계기가 될 것으로 보입니다. 무신사의 실적은 디자이너 브랜드의 약진으로 두자릿수 성장을 이어가고 있으나, 내부적으로는 IPO 준비에 맞춰 전사 비상경영 체제를 선언하고 수익성 중심으로 전환 중입니다. 부채비율 개선과 적자 사업 정리 등도 IPO 를 위한 기반 다지기로 풀이됩니다.

[Part III. 오프라인 유통: 간만에 도는 온기]

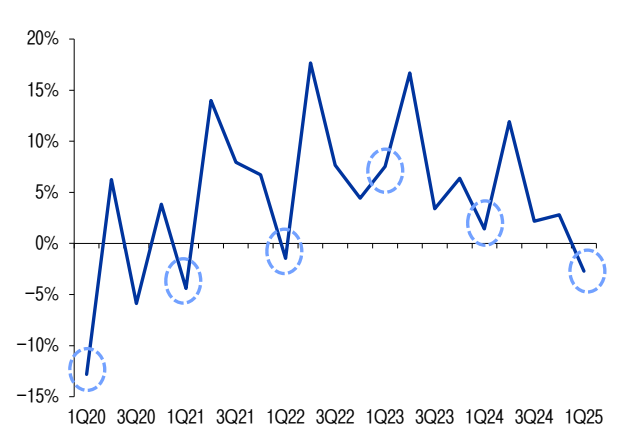
새 정부 출범과 함께 소비심리 회복 조짐이 나타나며, 오프라인 유통업 전반에 온기가 감지됩니다. 1)내수 부양 기대, 2)저가 선호 지속, 3)점포 구조조정 효과가 주요 요인입니다. 백화점은 소비심리지수 반등(5 월 101.8pt)과 함께 회복세 진입 가능성이 높다고 판단합니다. 할인점은 고물가에 따른 가격 민감도 상승과 경쟁 완화로 집객력이 유지되고 있습니다. 다만 대형마트 휴무 규제 이슈는 변수로 작용할 수 있습니다. 편의점은 출점 포화가 현실화되며 2024 년 점포 순감소가 처음 발생했습니다. 기존점 객단가 제고와 카테고리 확장이 핵심 과제로 부각되고 있으며, 날씨 영향으로 1 분기 실적은 부진했으나 하반기에는 베이스 효과와 기상 회복 여부가 중요할 것입니다.

[Part IV. 결론 및 투자의견]

2025 년 하반기 유통업 영업환경은 대체로 우호적입니다. 새 정부 출범에 따른 내수 부양, 관세로부터 자유로운 여건, 중국인 관광객 회복, 연말 성수기 효과 등이 긍정 요인입니다. 특히 백화점은 상기 수혜 요인이 모두 작용하며 회복 기대가 큽니다. 할인점은 경쟁 완화와 비용 개선, 이커머스는 점유율 확대의 기회, 편의점은 출점 포화 이후 날씨 등 외부 변수에 대한 민감도에 주목합니다. Top-picks 로 **신세계**와 **이마트**를 제시합니다. 신세계는 리뉴얼 효과, 면세점 경쟁 완화가 기대됩니다. 이마트는 할인점 구조조정 효과로 레버리지 구간에 진입했습니다. **현대백화점**은 소비심리 회복과 면세 구조조정 효과에 따른 차선호주로 제시하며, 지누스의 미국 관세 이슈는 체크 포인트가 되겠습니다.

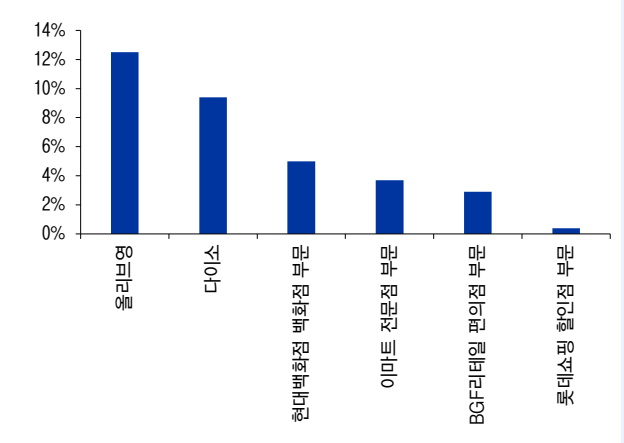
Key Charts

올리브영 QoQ 매출 성장률은 1 분기가 가장 약한 추세



자료: CJ올리브영, LS증권 리서치센터

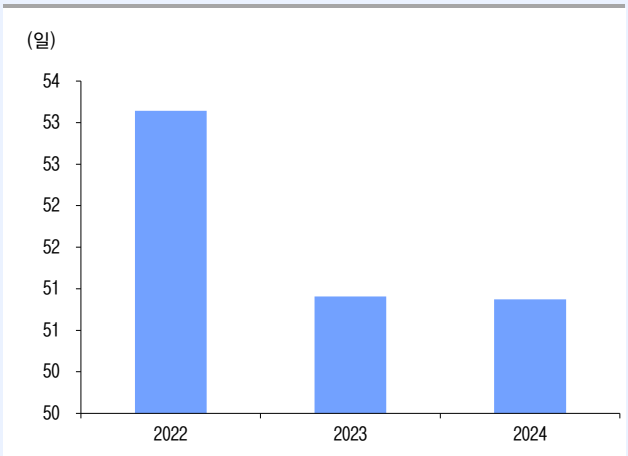
주요 유통업체 사업부문별 영업이익률(2024)



자료: 각 사, LS증권 리서치센터

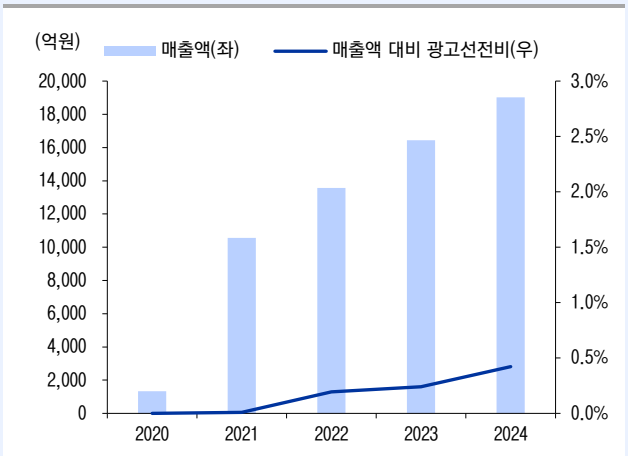
- **올리브영의 1Q 매출액 QoQ 감소 우려: 지난 5 년간 비슷한 흐름, 채널 수요 둔화 단정은 이르다는 판단**
- **내수 회복과 잦은 화장품 소비패턴, 중국인 단체관광객 무비자 입국, 연말 성수기 효과 하반기 기대 요소**

아성다이소 재고자산회전일수



자료: 다이소, LS증권 리서치센터

CPLB 매출액 및 광고선전비 추이



자료: CPLB, LS증권 리서치센터

- **다이소의 질주 계속될 것: 모든 소비재의 가격을 낮추고, 이를 소비자들에게 학습시키는 중이기 때문**
- **쿠팡: 올해 목표 20% 성장, 고관여 상품 구색 확대로 객단가 제고 및 PB 의 높은 구매 전환율 돋보임**

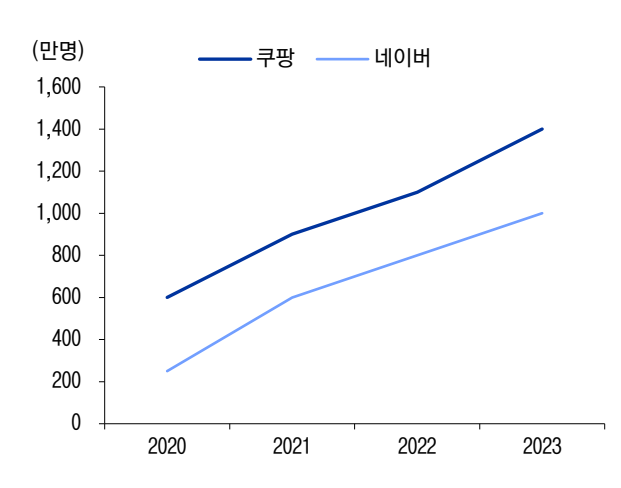
Key Charts

6 월 2 일 도입: 네이버 커머스 사업 판매수수료

	기존	변경
스토어별 수수료		
스마트스토어	유입 수수료 약 1.8%	판매수수료 2.73% (판매자 직접 마케팅 시 0.91%)
브랜드스토어	유입 수수료 1.8% (브랜드솔루션 패키지 사용시 추가 2%)	판매수수료 3.64% (판매자 직접 마케팅 시 1.82%)
버티컬 사용료		
쇼핑라이브	3% / 5%	0.91% / 2.73%
원쁠딜	5%	2.73%
N 배송관(舊 도착보장관)	2%	0%
솔루션 사용료		
정기구독	3%	0%
렌탈	7%	3.64%

자료: NAVER, LS증권 리서치센터

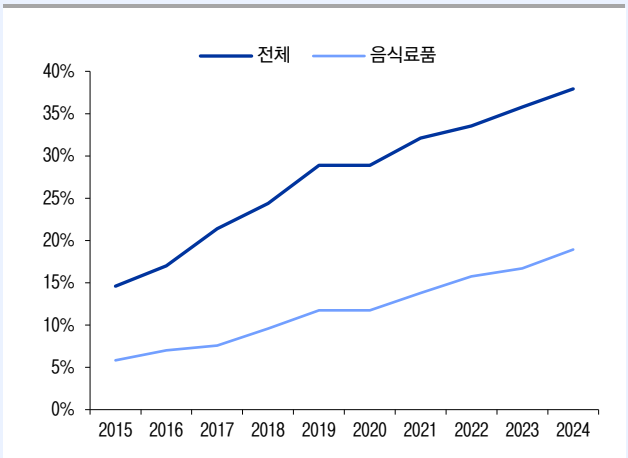
네이버 플러스 vs. 쿠팡 와우 회원 수 추이



자료: 각 사, LS증권 리서치센터

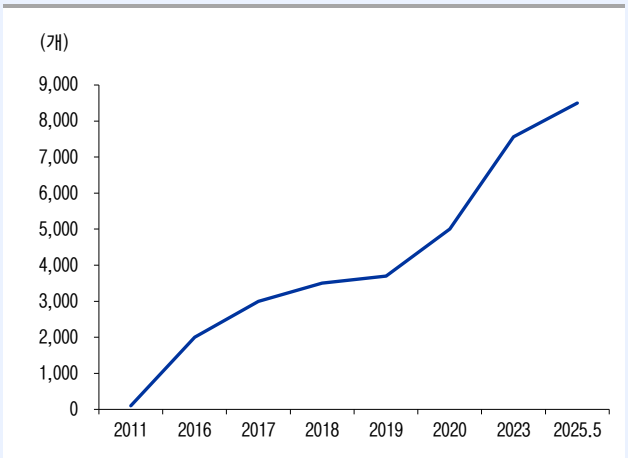
- **네이버: 올해 3 월 플러스스토어 별도 런칭, 4 월 컬리 협업 발표, 6 월 새로운 판매수수료 정책 도입**
- **올해 네이버는 이커머스 양강체제를 굳히고 쿠팡 대비 점유율을 늘리기 위한 작업 중**

음식료품 온라인 침투는 지속되는 중



자료: KOSIS, LS증권 리서치센터

무신사 입점 브랜드 수 추이

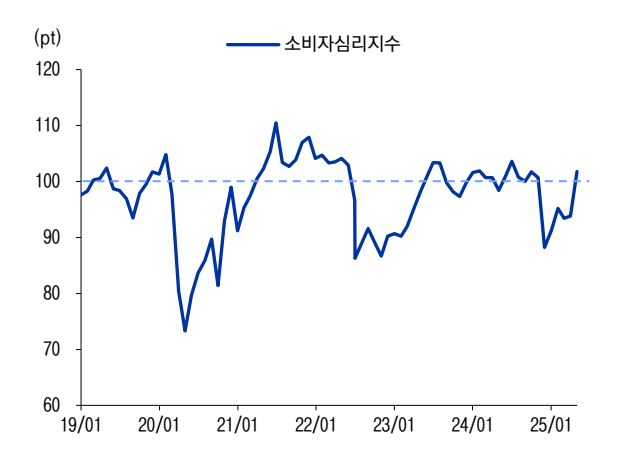


자료: 무신사, 언론 취합, LS증권 리서치센터

- **컬리, 창립 10 년 만에 첫 연결 기준 영업이익 흑자를 기록: 1P 식품 GMV 성장 고무적**
- **무신사, 1Q25 매출액 YoY 12.6% 증가: 외형 성장 외에도 IPO 를 위한 내실 다지기에 돌입했다는 판단**

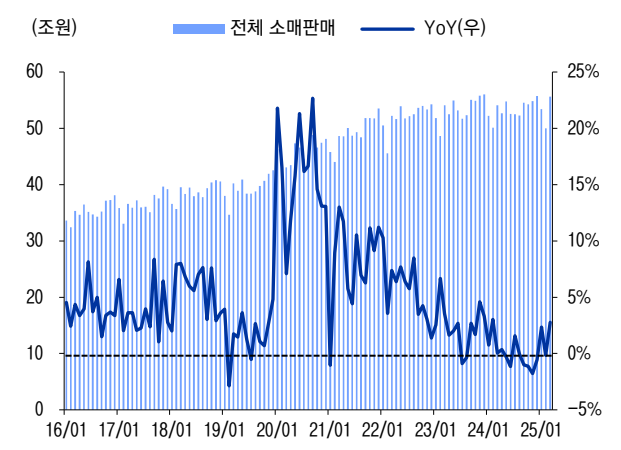
Key Charts

소비자심리지수: 5 월 기준선 상회



자료: 한국은행, LS증권 리서치센터

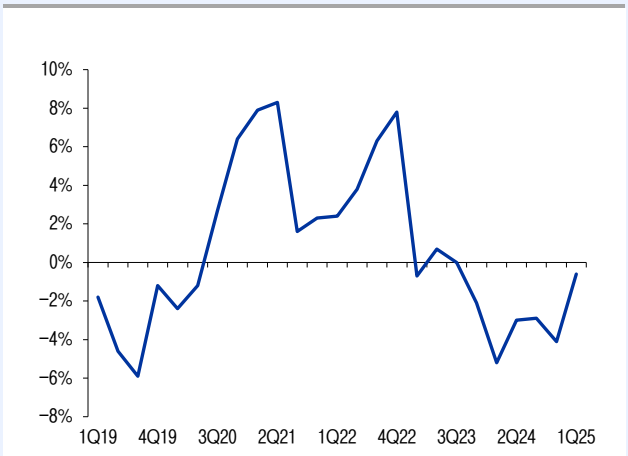
월별 소매판매액 추이



자료: KOSIS, LS증권 리서치센터

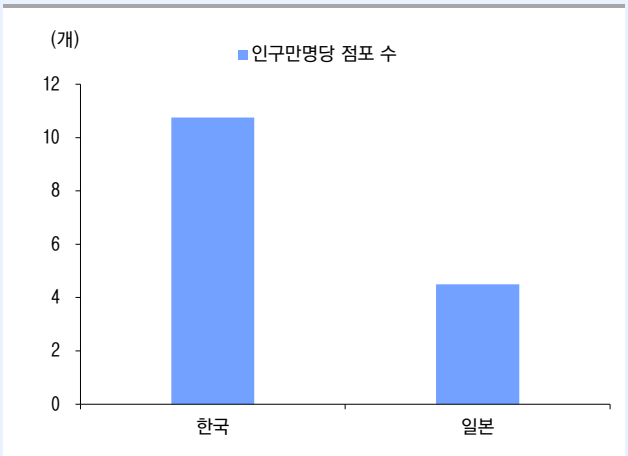
- **새 정부 출범으로 하반기로 갈수록 소비심리 개선 기대, 수혜는 백화점이 가장 크게 받을 것으로 전망**
- **주요 백화점 업체들의 본업 및 면세점 사업이 바닥을 지나고 있다는 점에도 주목**

이마트 기존점 신장률 추이



자료: 이마트, LS증권 리서치센터

한국 vs. 일본: 인구 10,000 명당 편의점 점포 수

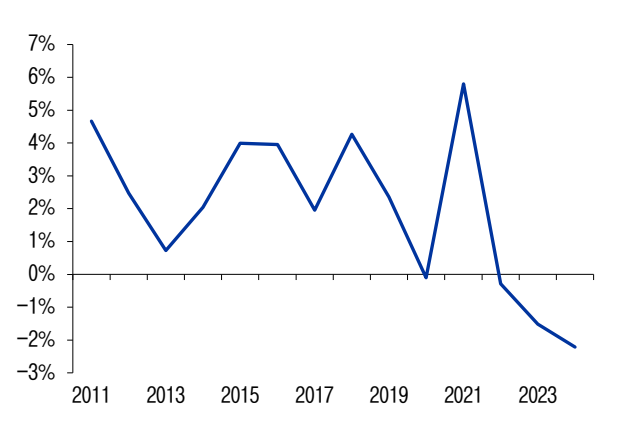


자료: 공정거래위원회, 日本フランチャイズチェーン協会, LS증권 리서치센터

- **대형마트: 1)경쟁 완화, 2)고물가 속 저렴한 상품을 선호하는 현상에 따른 집객 지속 예상**
- **편의점: 우량점 위주의 출점 지속, 경쟁사 점포 전환 흡수 수년간 진행 완료: 출점 성장 당분간 둔화 전망**

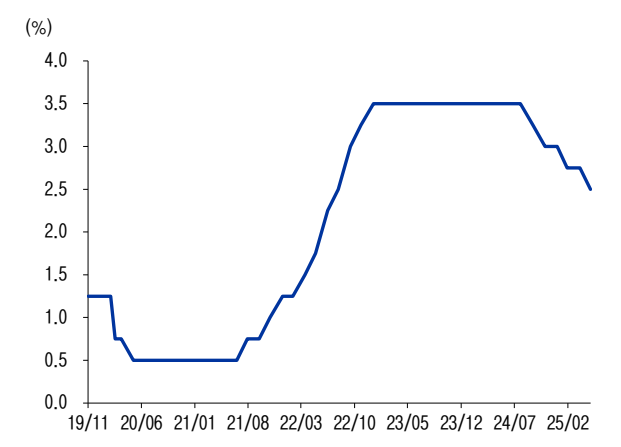
Key Charts

2024 년 소매판매액 지수: 2003 년 이후 최대폭 하락



자료: KOSIS, LS증권 리서치센터

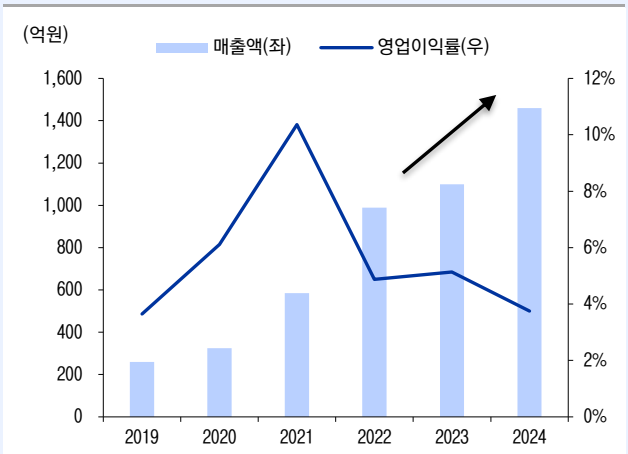
한국 기준금리 변동 추이



자료: 한국은행, LS증권 리서치센터

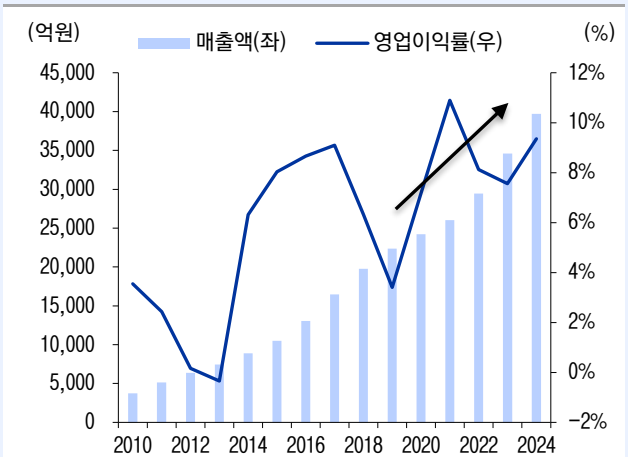
- **2025 년 하반기 유통업을 둘러싼 영업환경은 대체로 우호적일 전망**
- **새 정부 출범에 따른 내수 부양, 상대적으로 자유로운 對미국 관세, 중국인 관광객 회복, 성수기 효과 기대**

주요 보석/시계 브랜드 한국지사(LVMH 워치앤주얼리코리아) 실적



자료: 각 사, LS증권 리서치센터

2024 년 다이소 실적



자료: 다이소 LS증권 리서치센터

- **소비자들은 과거 10 년을 이끌었던 합리적 소비를 넘어서 초저가를 추구하는 극단적 소비를 학습 중**
- **세분화되는 취향, 범람하는 브랜드: 기민하고 유연한 대응을 요구. 중장기적으로는 이 과제를 빠르게 해결하는 유통/소비재 업체들만이 살아남을 것**

Industry In depth

유통

Overweight

옳다구나, 올·다·쿠!

2025 년 하반기 유통업 전망

LS 증권 리서치센터

Contents

Part I	옳다구나, 올·다·쿠!	9
Part II	이커머스 재편: 네이버, 컬리, 무신사	20
Part III	오프라인 유통: 간만에 도는 온기	27
Part IV	결론 및 투자의견	35

기업분석

신세계 (004170)	41
이마트(139480)	44
현대백화점 (069960)	48

LS 증권 리서치센터

Part I

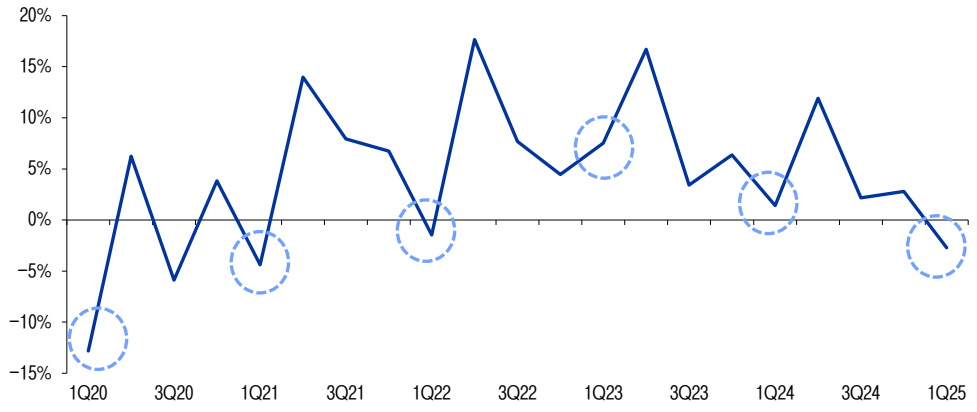
옳다구나, 올·다·쿠

1. 올리브영

성장 둔화 단정은 이르다

올리브영의 성장 둔화에 대한 시장의 우려가 일부 있었다. 올해 1분기 매출액은 전년동기대비 14.4% 증가한 1조 2,342억원, 순이익은 전년동기대비 19% 증가한 1,260억원을 기록하며 양호했는데, 매출액이 QoQ로는 2.7% 하락했기 때문이다. 당사는 채널에 대한 수요 둔화라고 단정짓기에는 이르다고 판단한다. 최근 5년간 올리브영의 1분기 QoQ 매출 성장률은 4분기 연말 성수기 영향으로 연중 가장 약하게 나타나는 추세를 보였기 때문이다. 1분기 QoQ 성장률이 다른 분기를 상회했던 시기는 최근 5년간 2023년 1분기에 한번 있었는데(QoQ +7.5%), 2023년 1월 30일부터 코로나19 관련 실내 마스크 착용이 의무에서 권고로 전환된 영향으로 기저효과와 리오프닝 영향이 강하게 작용했을 것으로 추정된다.

그림1 **올리브영 QoQ 매출 성장률은 1 분기가 가장 약하게 나타남**

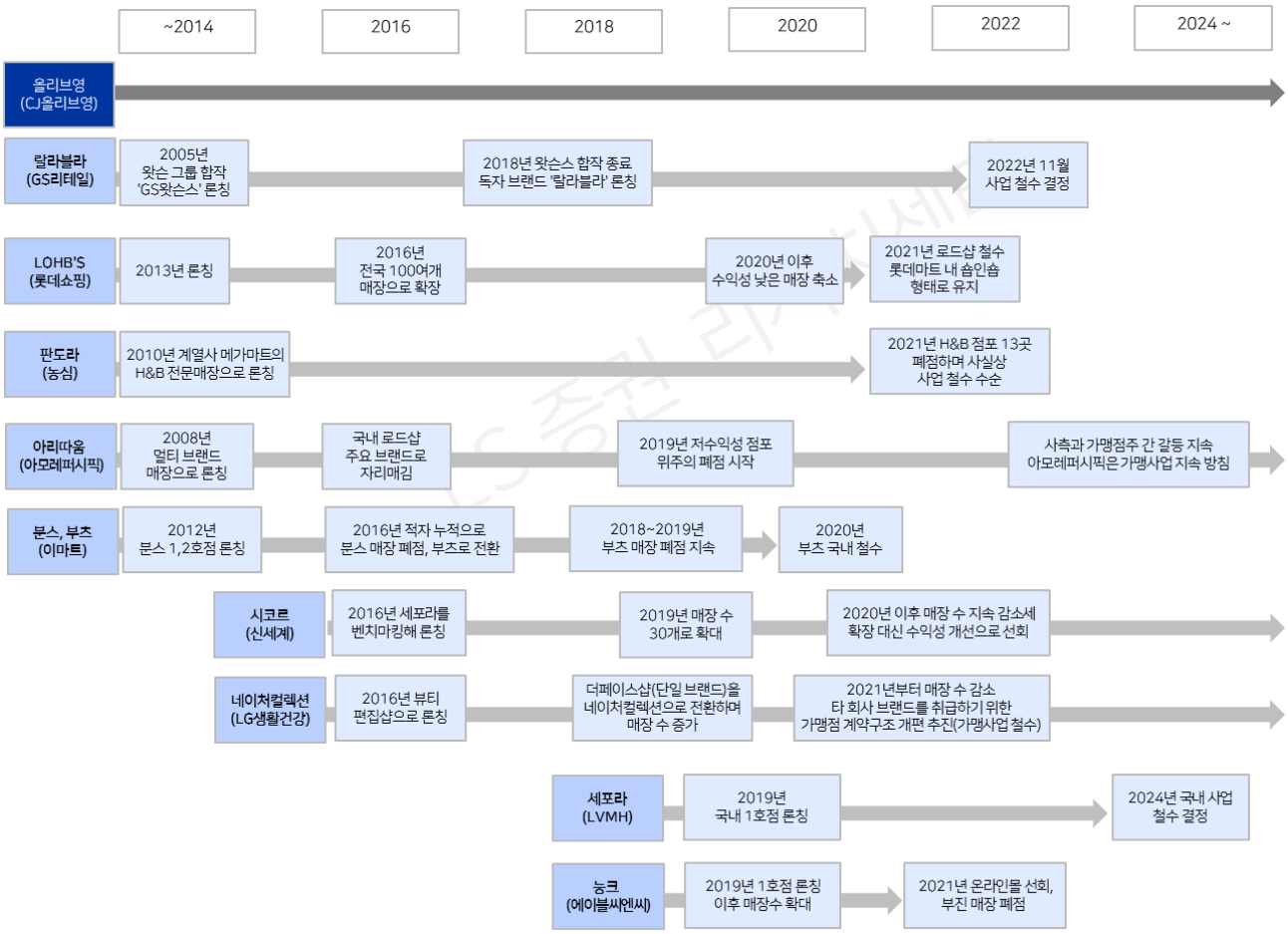


자료: CJ올리브영, LS증권 리서치센터

지난 해 12월 계엄 이후 소비자심리지수가 하락했고, 올해 1분기 탄핵 이전까지도 정치적 불확실성에 의한 소비 위축이 있었기 때문에 올리브영 또한 이 영향을 피해갈 수는 없었을 것으로 판단한다. 올해 새 정부 출범에 따른 1)내수 회복과 더불어 2)과거 대비 잦은 화장품 소비패턴이 올리브영에게는 국내 소비자들의 수요를 흡수할 수 있는 요인으로 작용할 것이다. 더불어 3)중국인 단체관광객 3분기 무비자 입국, 4)연말 성수기 효과도 하반기 기대할 수 있는 요소다.

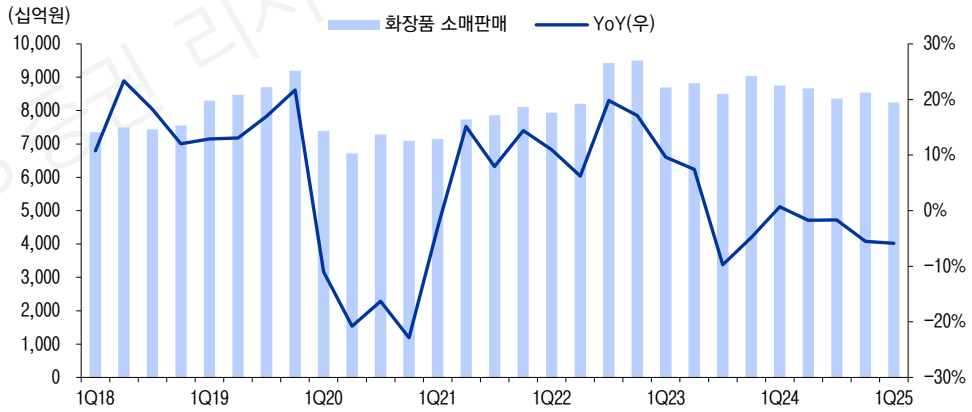
2014~2015년 K-Beauty 호황 시기 수요를 흡수했던 채널은 면세점과 브랜드 업체들의 중국 현지 법인이었다. 현재 K-Beauty를 주도하는 주체는 인디브랜드인데, 이들을 끌고 가는 채널은 올리브영과 브랜드 자체의 팝업스토어라고 판단한다. 주요 유통/소비재 대기업이 선택과 집중을 위해 H&B 사업을 종료하거나 축소하면서, 경쟁자로 볼 수 있는 채널이 다수 사라진 상황이다. K-Beauty 활황을 타고 해외 확장을 위해 브랜드 레퍼런스를 쌓을 수 있는 채널은 올리브영이 가장 강력한 채널이라고 판단하고, 이에 하반기에도 성장은 이어질 것으로 전망한다.

그림2 **국내 H&B 스토어 시장 주요 Timeline**



자료: 산업, LS증권 리서치센터

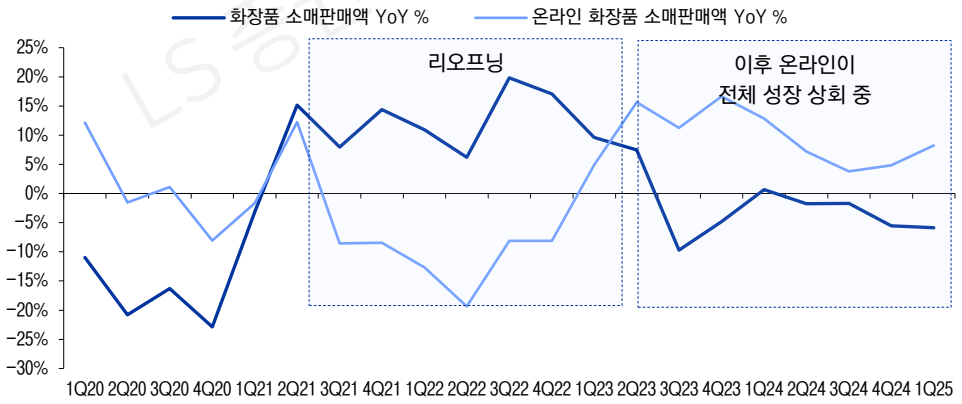
그림3 **분기별 화장품 소매판매액 추이**



자료: KOSIS, LS증권 리서치센터

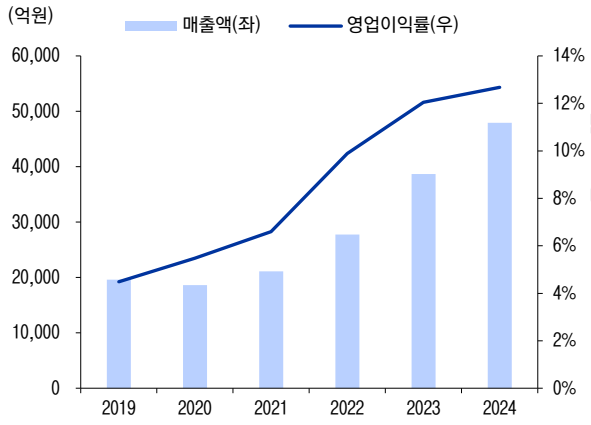
다만 코로나19 이후 3개년도 동안 꾸준히 이어져 온 두자릿수 매출 고성장, 온라인 채널 내 경쟁자 진입은 앞으로 부담스러울 수 있다. 이에 향후 중장기 실적 지표는 지속적으로 지켜봐야 하겠다. 2025년 1분기 올리브영의 온라인 매출 비중은 28.9%를 기록했고, YoY 14.4% 성장했다. 화장품 온라인 소매판매액이 오프라인 대비 양호한 성장을 이어가고 있기 때문에 최근 컬리, 무신사, 쿠팡 등 기존 뷰티 부문을 다루지 않던 이커머스 업체들의 진입이 늘었다. 2025년 1분기에도 전체 화장품 소매판매액은 YoY 5.9% 감소했으나 온라인 화장품 판매액은 YoY 8.2% 성장하며 전체 이커머스 거래액 성장률을 상회했다. 이에 경쟁자들 또한 성장 동력을 화장품 부문에서 찾고자 하는 움직임이라, 업계 1위인 올리브영의 향후 전략 또한 실적 방향성에 중요한 역할을 할 것으로 전망한다.

그림4 **화장품 온라인 판매액, 전체 성장 상회 중**



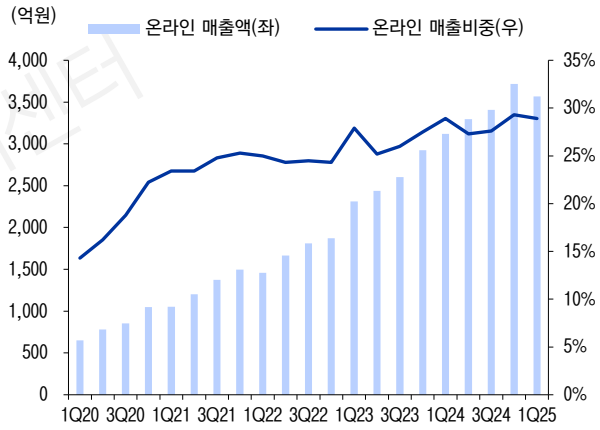
자료: KOSIS, LS증권 리서치센터

그림5 **올리브영 연간 매출액 추이**



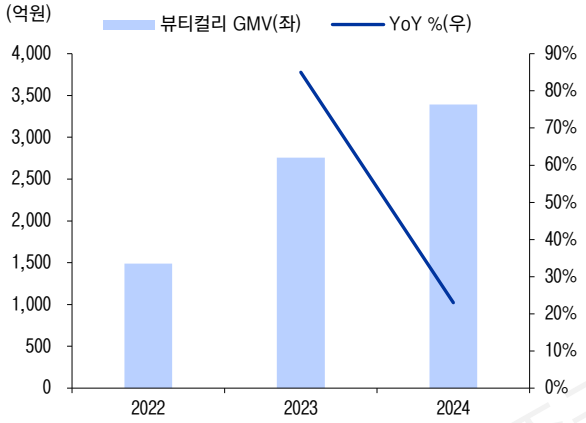
자료: CJ올리브영, LS증권 리서치센터

그림6 **올리브영 온라인 매출 비중 추이**



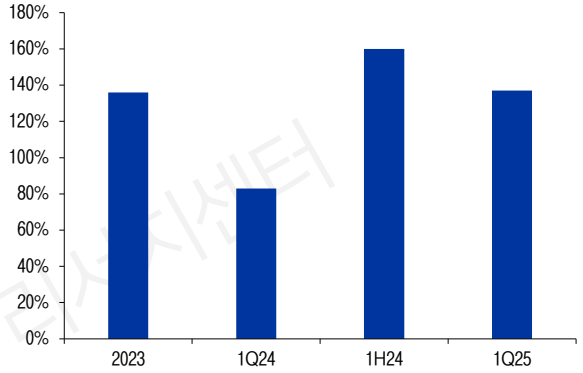
자료: CJ올리브영, LS증권 리서치센터

그림7 **컬리 뷰티 GMV 성장률 추이**



자료: 컬리, LS증권 리서치센터

그림8 **무신사 뷰티 GMV 성장률 추이**



자료: 무신사, LS증권 리서치센터

LS 증권 리서치센터

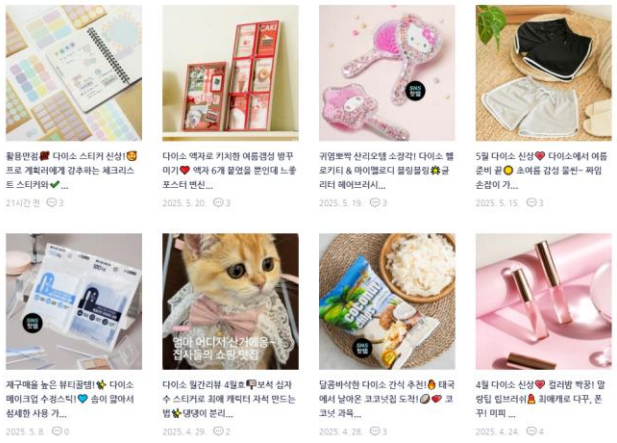
2. 다이소

다이소의 질주는 지속될 것이다. 모든 소비재의 가격을 낮추고 있기 때문이다. 다이소는 2022년말 리들샷, 2023년 11월 5,000원대 후리스, 2024년 5월 냉감의류, 2025년 3월 건강기능식품, 4월 르까프, 스케처스 티셔츠 및 양말, 5월 반려동물 영양제 등 종류를 불문하고 불황 시기 주목할 수 밖에 없는 가격 파괴 제품들을 지속해서 내놓고 있다. 초저가 선호현상이 확산되는 와중에 다이소의 상품들은 잊을 만하면 회자되며 자연스러운 마케팅으로 이어진다. 고금리와 고물가에 따라 소비자들이 불필요한 지출을 줄이고 가성비를 최우선으로 고려하고 있고, 지난 10년간 소비자들에게 학습된 합리적 소비패턴은 다이소의 성장을 더욱 가속화할 것으로 전망한다.

그림9 **'다이소 일냈다', '이것까지 판다고? '로 회자되는 마케팅**

자료: 언론 취합, LS증권 리서치센터

그림10 **다이소 공식 블로그: 이달의 신상**



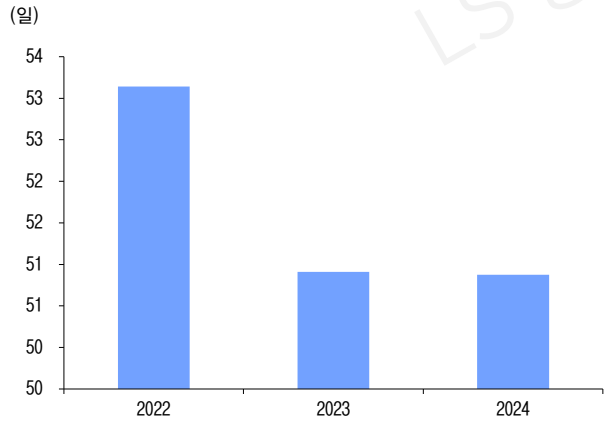
자료: 다이소, LS증권 리서치센터

다이소의 2024년 매출액은 전년대비 14.7% 증가한 3조 9,689억원, 영업이익은 전년대비 41.8% 증가한 3,711억원, 당기순이익은 전년대비 23.5% 증가한 3,094억원을 기록하면서 성장성을 증명했다. 2024년 소매판매액이 전년대비 0.1% 감소했다는 점을 고려하면 두자릿수 매출 신장은 압도적 실적이다. 매출총이익률은 전년대비 0.8%p 개선된 37.9%을 기록했고, 판관비율은 28.5%로 전년대비 0.9%p 개선됐다. 재고자산회수기간도 단축되고 있다. 다이소의 재고자산회수기간은 2022년 53.14일에서 2023년 50.91일로 줄었고, 2024년도 50.87일로 비슷한 수치를 유지하면서 재고가 매출로 예년 대비 빠르게 전환되고 있다.

출점은 대형점, 직영점 위주로 지속될 것이다. 다이소 가맹점 출점을 위해 필요한 요건 중 하나가 실면적 330㎡ 이상이기 때문에, 직영점 위주의 공격적 출점이 이어질 공산이 크다. 실제로 2023년 말 점포수는 1,519점으로 전년대비 5.3% 증가했는데, 이 중 직영점은 67%인 1,022개다. 2024년은 1,550개 수준 점포수 마감이 추정된다. 최근 카테고리 다변화에 집중하고 있고, 다이소의 취급 품목 수가 28,000개에 달하기 때문에 직영/대형점포 출점 위주의 점포 구성비는 지속될 것으로 본다.

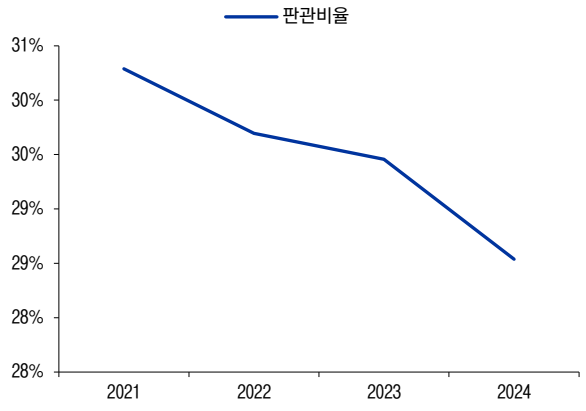
2024년 주요 오프라인 유통업체들의 사업 부문별 영업이익률을 살펴보면, 다이소가 9.4%로 올리브영 다음으로 높은 수준을 기록했다. 점포 확장에 따른 규모의 경제 시현 및 판매 확대로 수익성 제고는 계속해서 가능할 것으로 전망된다.

그림11 **아성다이소 재고자산회전일수**



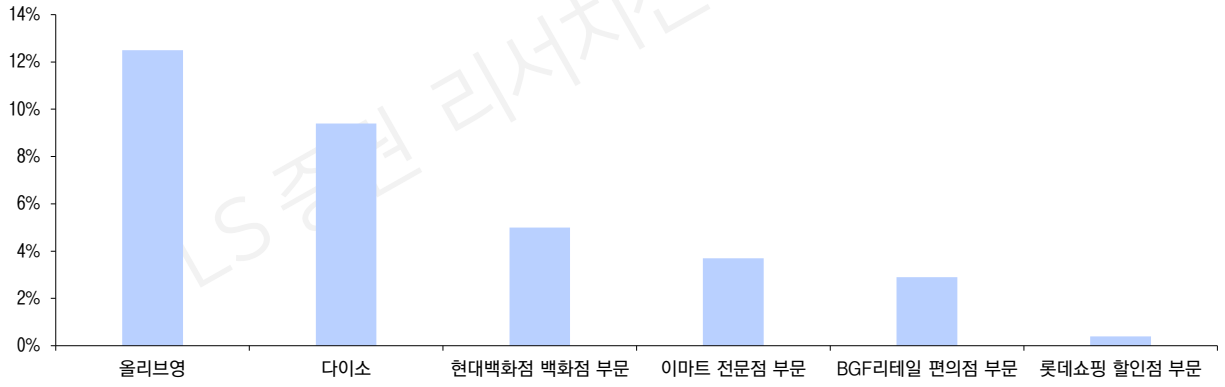
자료: 다이소, LS증권 리서치센터

그림12 **다이소 판관비율 개선 중**



자료: 다이소, LS증권 리서치센터

그림13 **주요 유통업체 사업부문별 영업이익률(2024)**



자료: 각 사, LS증권 리서치센터

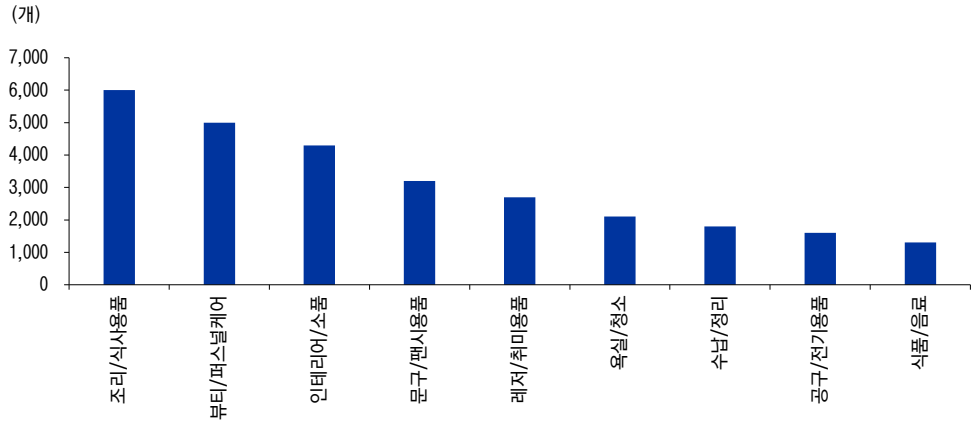
그림14 **다이소 반려동물 영양제**

자료: 다이소, LS증권 리서치센터

그림15 **다이소 조거팬츠: 5,000 원**

자료: 다이소, LS증권 리서치센터

그림16 **다이소 카테고리별 품목수**



자료: 공정거래위원회, LS증권 리서치센터

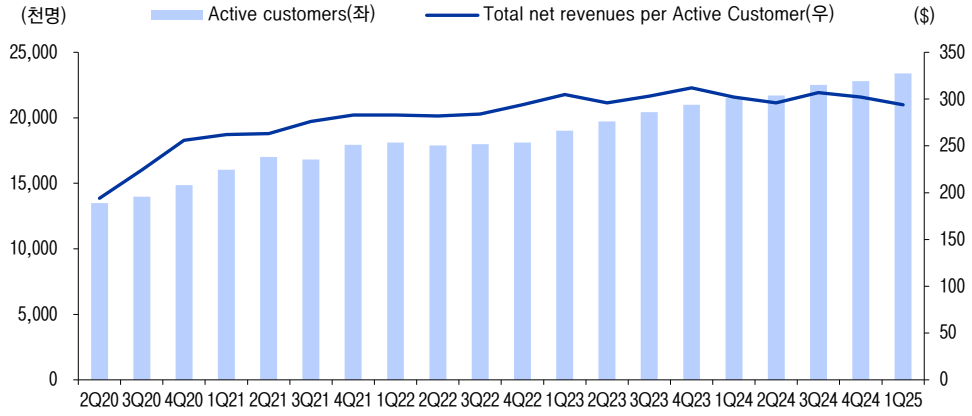
이커머스 내 알리익스프레스, 테무 등이 품질 및 안전성 문제로 잠시 숨고르기를 하고 있는 상황을 틈타 다이소가 오프라인 시장에서 공격적인 행보를 이어 나가고 있는 점도 긍정적이다. C커머스 상품과 달리 다이소가 직접 기획 및 소싱해 제품을 판매한다는 점 또한 업종 내 차별점으로 작용할 것으로 본다. 외국인 관광객들의 매출액도 계속해서 늘고 있다. 2022년 다이소의 해외 카드 결제금액은 전년대비 300% 성장한 바 있으며, 2023년에는 130%, 지난해 50% 증가했다. 화장품 매출액은 2024년 144% 성장해 과거 면세점의 지위를 올리브영과 다이소가 이어받은 모습이다.

2025년 또한 초저가 제품 선호 지속, 외국인 쇼핑 수요 흡수, 카테고리 확장에 따른 성장이 유효하다고 판단하며, 온라인몰 개편 및 배송 강화 등 이커머스로의 매출 확대 또한 새로운 성장 동력이라고 전망된다.

3. 쿠팡

쿠팡의 올해 1분기 활성 고객수는 YoY 9% 증가한 23.4만명, 활성 고객당 매출액은 321달러로, 고정환율 기준으로는 YoY 6% 상승했다. 고객당 매출액 성장률이 과거와 달리 한자릿수대에 머물고 있어 쿠팡의 객단가 제고를 위한 노력은 지속되고 있다는 판단이다. 지난해 4분기 쿠팡은 R.LUX 서비스를 런칭하며 럭셔리 화장품 MD 구색 강화에 돌입했다. 올해 1분기 키엘, 돌체앤가바나, 조말론 등이 기존 입점 브랜드인 에스티로더와 랑콤을 이어 신규 입점했고, 화장품 외에도 스와로브스키, 컨버스, 웨지우드, 로얄코펜하겐과 네스트레소 등 유명 브랜드들의 입점이 완료됐다. 기존 생필품 및 공산품 위주의 판매에서 고관여 MD로 확장하면서, 객단가 제고를 통한 외형 확대에 대해 지켜볼 필요가 있다.

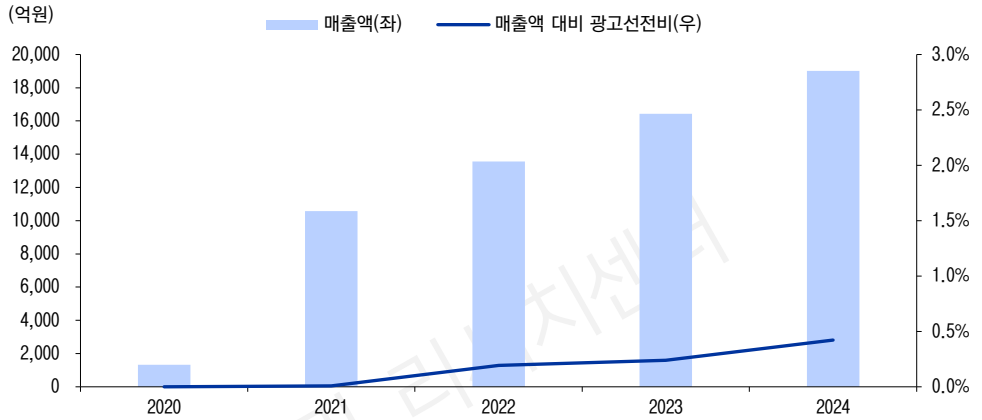
그림17 **쿠팡 분기별 활성고객수 및 객단가 추이**



자료: Coupang, LS증권 리서치센터

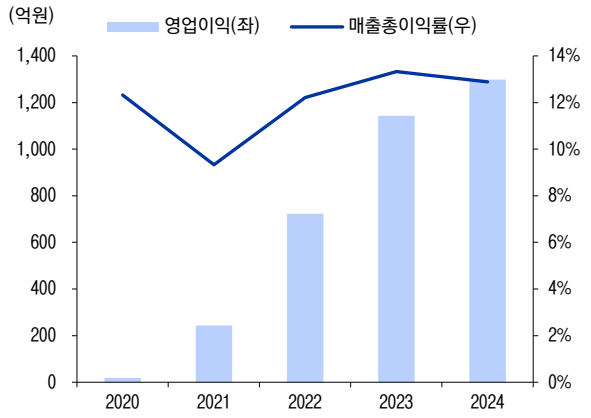
특히 쿠팡은 뷰티 카테고리에 힘을 싣고 있다. R.LUX외에 중저가 화장품 시장에도 진출했기 때문이다. 올해 1월 자회사 CPLB를 통해 PB 화장품 엘르 파리스를 출시했는데, 쿠팡의 방대한 고객 쇼핑 키워드 검색 쿼리 및 판매 데이터를 바탕으로 높은 구매 전환을 이끌어 낼 수 있다는 판단이다. 실제로 CPLB의 2024년 매출액은 전년대비 15.7% 증가한 1조 9,014억원이었는데, 매출총이익률 하락에도 불구하고 판관비율이 0.3%p 하락하며 영업이익은 15.7% 증가한 1,299억원을 기록했다. 매출액 대비 광고선전비 비중이 0.4%에 불과해, 효율적인 비용 집행으로 판매 성과를 극대화할 수 있는 구조로 평가한다.

그림18 **CPLB 매출액 및 광고선전비 추이**



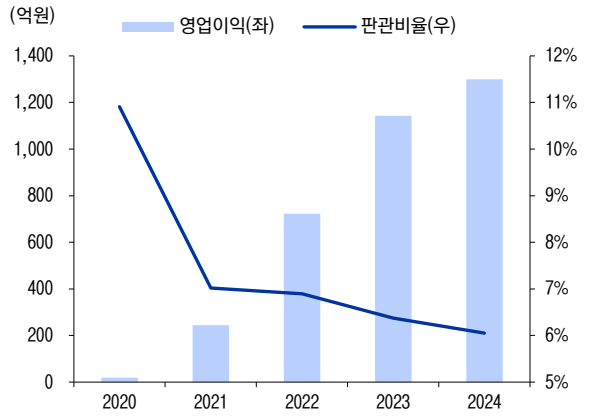
자료: CPLB, LS증권 리서치센터

그림19 **CPLB 매출총이익률 추이**



자료: CPLB, LS증권 리서치센터

그림20 **CPLB 영업이익률 추이**

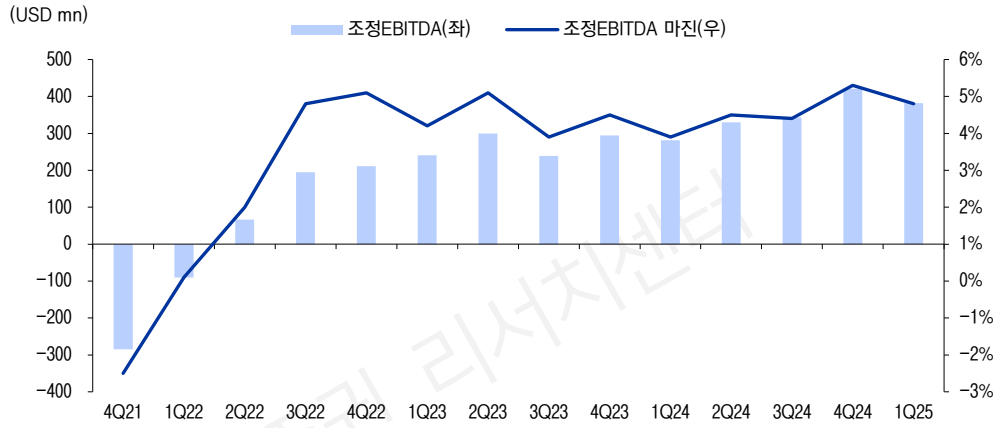


자료: CPLB, LS증권 리서치센터

올해 전사 1분기 실적은 매출액 79억 800만달러(YoY +11.0%), 영업이익 1.5억달러(YoY 1.14억달러 증가), 순이익 1.1억달러(YoY 흑전)를 기록해 양호했다. 올해 1분기 원화가 달러 대비 약세였기 때문에, 매출액 성장은 고정환율 기준으로 YoY 21% 증가하며 전체 이커머스 시장 성장(1Q25 YoY +2.6%)을 꾸준히 상회하고 있다. 고정환율 기준 상품 커머스 사업 매출액은 YoY 16% 증가했고, 대만, 쿠팡이츠, 쿠팡플레이 등이 속한 신사업 부문의 매출액은 YoY 78% 증가하면서 매출 비중이 10%대를 넘어섰다.

전사 조정 EBITDA 마진은 올해 1분기 4.8%를 기록하며 YoY 0.9%p 개선됐고, 상품 커머스 부문의 조정 EBITDA 마진은 1Q25 8%를 기록하며 80bp 상승했다. 중장기적으로 조정 EBITDA 마진은 10% 이상 달성이 목표인데, 매 분기별 상승보다는 연간 기준 점진적 개선을 기대하고 있다.

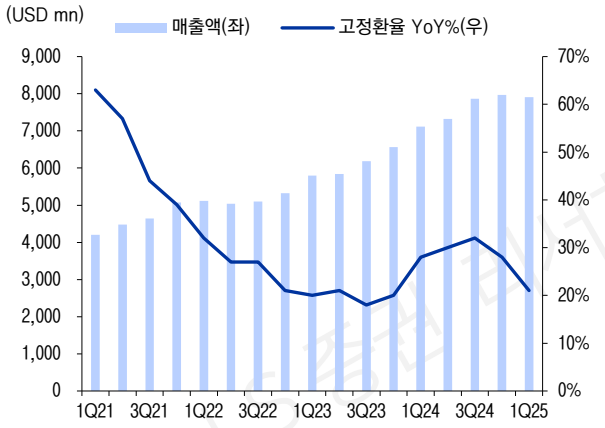
그림21 **쿠팡 조정 EBITDA 추이**



자료: Coupang LS증권 리서치센터

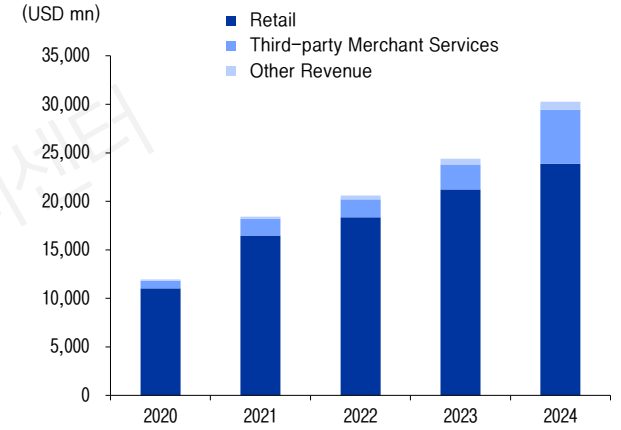
쿠팡의 올해 연간 매출액 성장률 목표는 고정환율 기준 20%다. FLC 및 신사업이 성장을 이끌 것으로 전망된다. FLC는 GMV 및 매출액 모두 1P 대비 빠르게 성장하고 있다. 올해 1분기 1P 매출액은 YoY 3.3% 증가했지만, Third-party 매출액은 YoY 49.2% 늘었다. FLC가 쿠팡의 성장 동력으로 작용하는 만큼, 네이버의 최근 커머스 개편 및 배송 강화가 양사의 점유율 변화에 중요한 역할을 할 것으로 보인다. 참고로 쿠팡은 1분기 실적과 함께 10억달러 규모의 자사주 매입도 발표했다. 자사주 매입은 시장 상황에 맞춰 유연하게 집행될 예정으로, 주주 가치 극대화 노력이 주가에 우호적으로 작용할 전망이다.

그림22 **쿠팡 매출 성장 추이**



자료: Coupang, LS증권 리서치센터

그림23 **쿠팡 서비스별 매출액 추이**



자료: Coupang, LS증권 리서치센터

Part II

이커머스 재편: 네이버, 컬리, 무신사

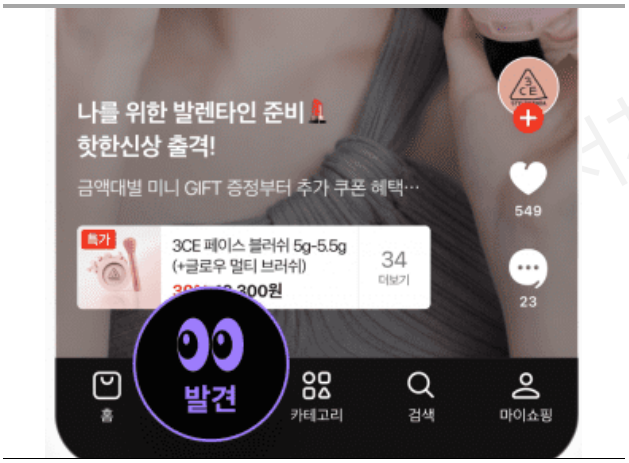
이커머스 재편: 네이버, 컬리, 무신사

1. 네이버: 다시 한 번 레벨업 기회

네이버가 올해 커머스 사업을 다시 한 번 강화한다. 3월 쇼핑 앱인 플러스스토어를 별도로 런칭했고, 4월에는 컬리와의 협업을 발표했다. 6월 2일부터는 새로운 판매수수료 정책도 도입된다. 이에 하반기부터는 이러한 전략의 성과가 한국 이커머스 시장 내 점유율 변화에 영향을 줄 것인지 지켜볼 필요가 있다. 쿠팡과 네이버로 롱테일 시장에서의 양강체제 확립은 이미 완료되었다. 유통 대기업들의 이커머스 사업 강화 기조가 지속된 적자로 주춤해지면서, 올해는 이커머스 시장 내에서 점유율을 한 단계 레벨업 할 수 있는 기회가 있다고 판단한다. 이런 측면에서 네이버는 양강체제를 굳히고 쿠팡 대비 점유율을 늘리기 위한 작업중이다.

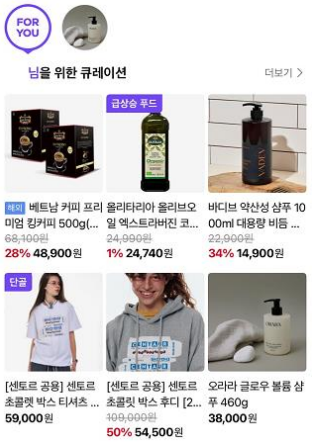
기존 네이버의 커머스가 이용자가 직접 검색하여 원하는 상품 판매 페이지로 접속하는 방식이었다면, 플러스 스토어는 발견형 쇼핑을 지향한다. 콘텐츠를 소비하다가 상품을 발견해 쇼핑으로 이어지게 하겠다는 것이다. 인스타그램과 틱톡의 커머스와 같은 공식이다. 이에 플러스 스토어에서는 1)발견 탭이 신설됐고, 2)선호도를 기반으로 개인화된 지면을 제공하고, 3)스크롤을 무한으로 내릴 수 있다. 또한 잘 알려진 대로 네이버 플러스 스토어에는 자사 서비스인 스마트 스토어와 브랜드 스토어만 입점되어 있다. 자체 플랫폼 위주의 성장과 체류 시간을 늘리면서, 고객 이탈을 막고 멤버십으로 생태계 내 Lock-in을 만들어내려는 전략이라고 풀이된다.

그림24 **네이버 플러스 스토어 발견 탭**



자료: NAVER, LS증권 리서치센터

그림25 **네이버 플러스 스토어 개인화 지면**



자료: NAVER, LS증권 리서치센터

올해 6월 2일부터 도입되는 판매수수료 정책에서는 네이버 생태계로의 Lock-in에 대한 의도를 엿볼 수 있다. 기존 네이버쇼핑을 통한 구매가 아닌 외부 유입 구매는 수수료가 없었지만, 이제는 스마트스토어는 1%, 브랜드스토어는 2%를 수취한다. 네이버쇼핑을 통한 구매 시 기존 유입수수료 약 1.8%는 폐지되지만 판매수수료 2.73%를 과금한다. 반면 네이버

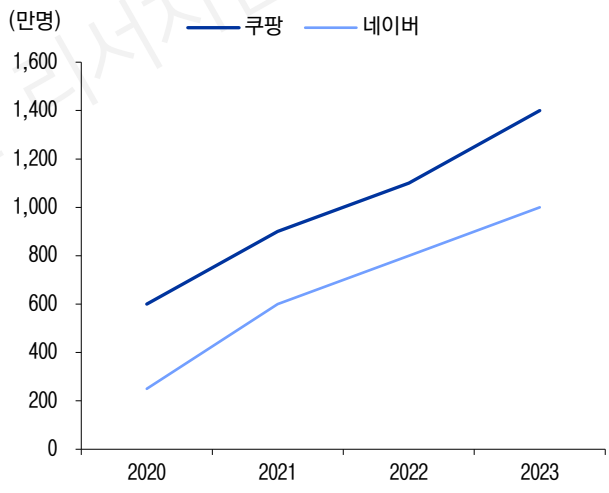
생태계 내 서비스인 쇼핑라이브와 원쁠딜 등은 수수료가 기존 대비 낮아졌다. 이에 판매자들이 수수료를 절감할 수 있는 방법 중 하나는 네이버 생태계 내 서비스를 활발히 이용하는 것이 되겠다. 소비자 Lock-in을 위해서는 가장 직관적으로 와닿는 1)적립금(금전적 혜택), 2)배송(편의성)을 강화한다. 네이버플러스 멤버십 회원들에게는 슈퍼적립을 통해 추가 10%를 포인트로 적립해주고, 도착보장으로 배송을 고도화하면서 쿠팡의 강점인 빠른 배송에 대한 니즈를 충족시켜주겠다는 심산으로 풀이된다.

그림26 **6월 2일 도입: 네이버 커머스 사업 판매수수료**

	기존	변경
스토어별 수수료		
스마트스토어	유입 수수료 약 1.8%	판매수수료 2.73% (판매자 직접 마케팅 시 0.91%)
브랜드스토어	유입 수수료 1.8% (브랜드솔루션 패키지 사용시 추가 2%)	판매수수료 3.64% (판매자 직접 마케팅 시 1.82%)
버티컬 사용료		
쇼핑라이브	3% / 5%	0.91% / 2.73%
원쁠딜	5%	2.73%
N 배송관(舊 도착보장관)	2%	0%
솔루션 사용료		
정기구독	3%	0%
렌탈	7%	3.64%

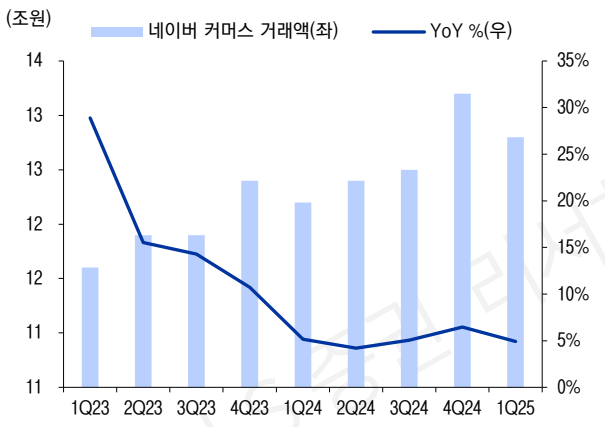
자료: NAVER, LS증권 리서치센터

그림27 **네이버 플러스 vs. 쿠팡 와우 회원 수 추이**



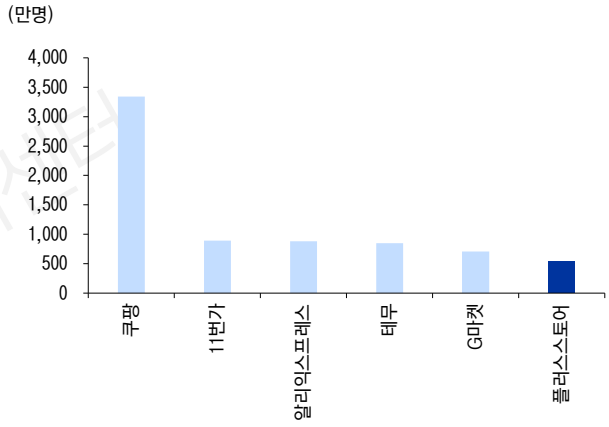
자료: 각 사, LS증권 리서치센터

그림28 **네이버 분기별 GMV 성장률 추이**



자료: NAVER, LS증권 리서치센터

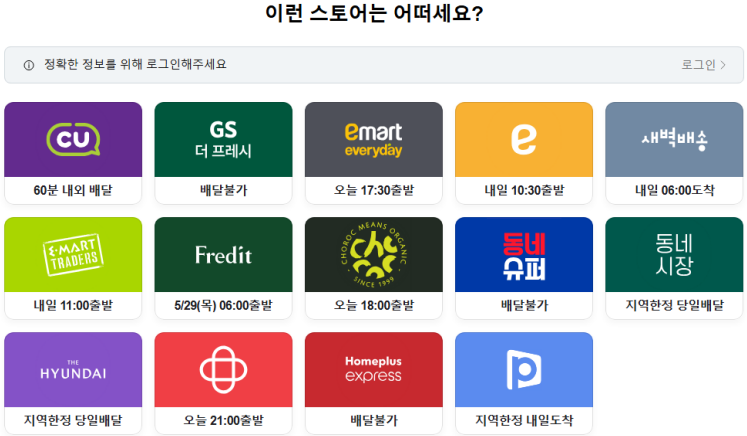
그림29 **2025년 4월 주요 이커머스 앱 MAU 추이**



자료: 와이즈앱·리테일LS증권 리서치센터

1분기까지 실적 흐름은 순탄하다. 네이버의 2025년 1분기 커머스 부문 매출액은 전년동기 대비 12% 증가한 7,879억원을 기록했다. 온플랫폼 거래액은 YoY 10.1% 증가한 12.8조원을 기록했고, 커머스 광고 부문 매출액은 3,083억원으로 YoY 16.4% 증가했는데, 이는 플러스스토어 출시 및 지면 최적화 등이 반영된 영향이 있었다. 하반기는 판매수수료 도입에 따른 실적 개선 여부 및 점유율 확장에 대해 지켜볼 필요가 있겠다.

그림30 **네이버 장보기 생태계: 주요 유통업체 입점**



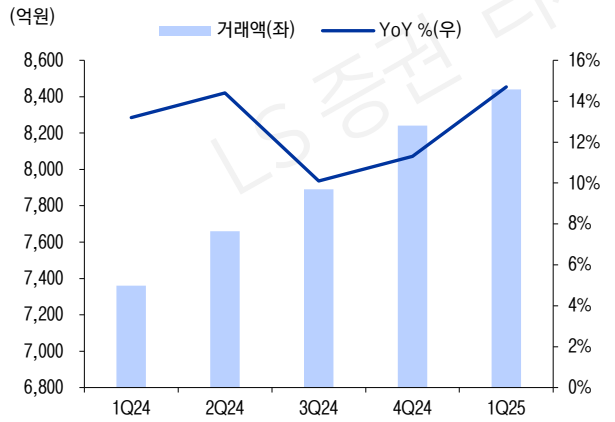
자료: NAVER, LS증권 리서치센터

2. 컬리: 드디어 흑자, 체력 기준점 정립

올해 1분기 컬리는 창립 10년 만에 첫 연결 기준 영업이익 흑자를 기록했다. 1Q25 거래액은 전년동기대비 14.7% 성장한 8,440억원, 매출액은 전년동기대비 7.7% 증가한 5,807억원, 영업이익은 흑전한 17.6억원이다. 1P 식품 카테고리 거래액이 YoY 16% 신장한 점이 고무적이다. 전통 유통업체들의 식품 부문 성장을 상회했기 때문이다. 금번 실적은 기본 체력의 기준점으로 삼을 수 있는 지표라고 판단된다.

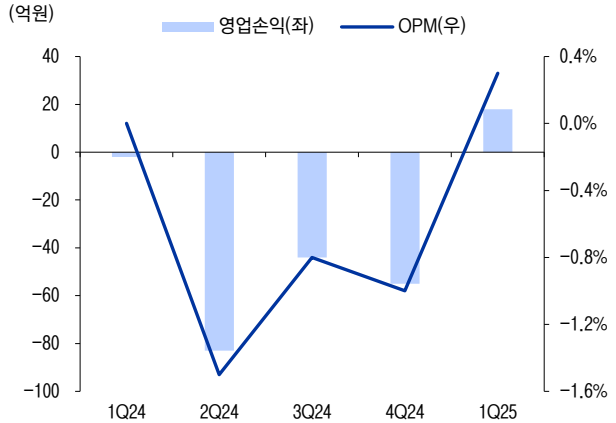
사업 다각화의 일환으로 추진 중인 3P 거래액은 YoY 72% 성장했으며, FBK는 생활 및 주방 카테고리 비중을 확대하면서 신규 입점사를 지속해서 늘리고 있다. 매출총이익률은 YoY 0.6%p 개선되었으며, 판관비 절감 노력 및 고정비 비중 감소에 따라 비용 효율화가 나타나고 있다. 이에 사상 최초 연결 영업이익을 시현하면서 영업이익률은 1Q25 0.3%를 기록했다.

그림31 **컬리 분기별 GMV 규모 및 성장률 추이**



자료: 컬리, LS증권 리서치센터

그림32 **컬리 분기별 영업손익 추이**

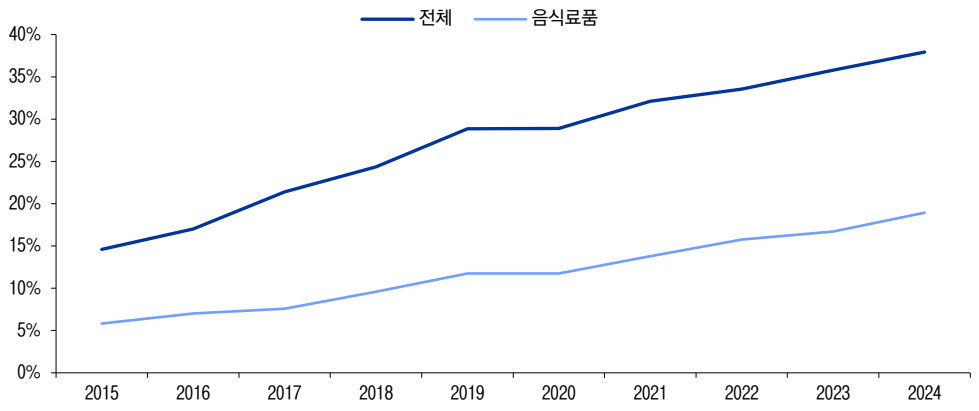


자료: 컬리, LS증권 리서치센터

1)흑자 사업 구조 정립, 2)온라인 그로서리 경쟁 완화, 3)네이버와의 협업이 올해 하반기 관전 포인트다. 코로나19 전후로 많은 업체가 온라인 그로서리 시장에 진입했지만, 새벽배송 등 경쟁이 과열되면서 성장보다는 내실에 집중하고 있어 영업 환경이 다소 우호적으로 바뀌었다. 이러한 상황에서 컬리와 네이버는 올해 4월 중순 전략적 제휴 추진을 발표했고, 이에 연내 네이버 플러스 스토어 안에 컬리 서비스가 공식 오픈될 예정이다.

컬리는 네이버 플랫폼을 통한 유입 트래픽 효과로 신규 고객 확보 비용이 낮아질 수 있고, 기존 30~40대 여성 고객층에서 좀 더 넓은 범위로의 확대가 가능하다고 전망한다. 과거 네이버의 장보기 서비스가 기대만큼 성과를 내지 못했기에, 이번 협업은 단순 입점보다는 뚜렷한 비즈니스 모델을 지향할 것으로 판단한다. 참고로 2024년 온라인 음식료품 거래액은 전년대비 14.8% 증가한 34조 2,533억원을 기록했고, 전체 음식료품 소비 금액 중 온라인 비중은 18.9%를 기록해 전체 이커머스 침투 대비해서 여유가 있다.

그림33 **음식료품 온라인 침투는 지속되는 중**



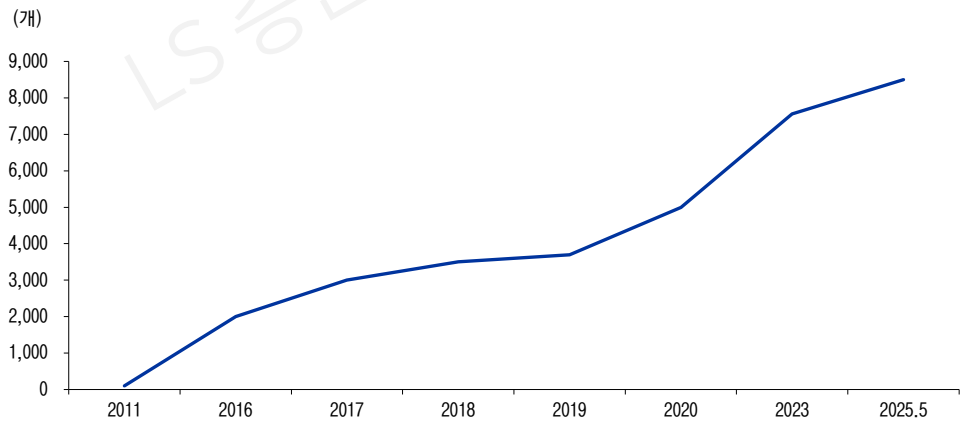
자료: KOSIS, LS증권 리서치센터

LS증권 리서치센터

3. 무신사: 디자이너 브랜드 파편화 흡수

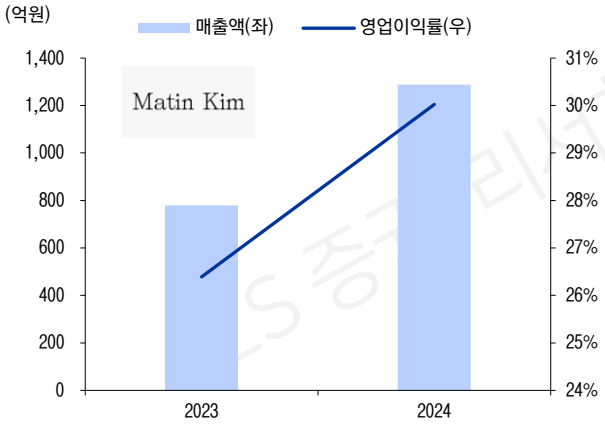
K-Beauty에 이어 K-Fashion도 한국 컨수머 업종에서 새로운 성장 축으로 부상하고 있다. 의류 산업 내 최근 부상하고 있는 디자이너 브랜드는 화장품 산업에서 트렌드를 이끌고 있는 인디 뷰티 브랜드와 같은 포지셔닝이라고 판단한다. 명품 대비 합리적 가격이면서 SPA 대비해서는 독자적인 아이덴티티를 강조하고 있어 새로운 장르가 개척되었다고 판단한다. 그리고 이런 브랜드들을 흡수하고 있는 버티컬 이커머스 플랫폼들도 그 성장을 함께 하고 있다. 무신사 입점 브랜드 수는 2011년 100여개에서 2025년 초 기준 8,500여개까지 14년간 85배 증가했다.

그림34 **무신사 입점 브랜드 수 추이**



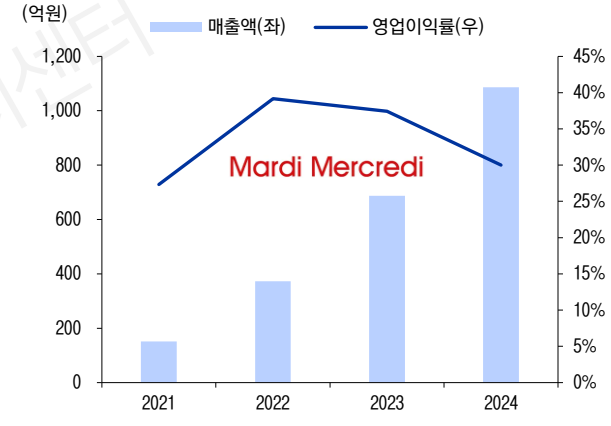
자료: 무신사, 언론 취합, LS증권 리서치센터

그림35 **마뗑킴 실적 추이**



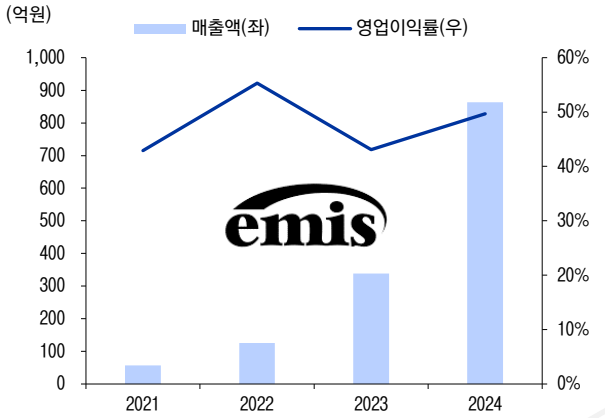
자료: 마뗑킴, LS증권 리서치센터

그림36 **마르디 메크르디 실적 추이**



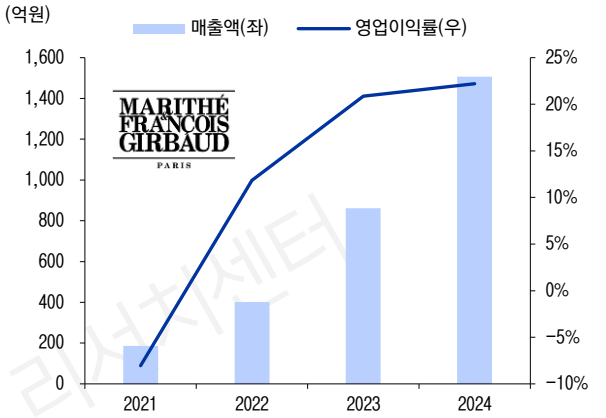
자료: 피스피스스튜디오, LS증권 리서치센터

그림37 **이미스 실적 추이**



자료: 이미스, LS증권 리서치센터

그림38 **레이어(마리떼 프랑소와 저버)실적 추이**



자료: 레이어, LS증권 리서치센터

무신사의 2024년 연결 기준 거래액은 4조 5,000억원을 기록했으며, 매출액은 전년대비 25.1% 증가하며 처음으로 1조원을 넘겼다. 2025년 1분기 또한 두자릿수 성장을 이어갔다. 1Q25 연결 기준 매출액은 전년동기대비 12.6% 증가한 2,929억원, 영업이익은 전년동기대비 24% 증가한 176억원을 기록했다. 2024년 연간 연결 실적 기준 수수료율 기반으로 추정해 볼 때, 2025년 1분기 거래액 또한 전년동기대비 15~16% 성장하며 두자릿수 성장을 이어갔을 것으로 추정된다. 무신사 스탠다드, 오드타입 등 제품 매출액 또한 1Q25 YoY 35.5% 성장하면서 브랜드력을 입증했다.

실적 발표와 동시에 무신사는 2025년 4월부터 전사 비상경영 체제를 발표했는데, 외형 성장 외에도 IPO를 위한 내실 다지기에 돌입했다는 판단이다. 1분기 실적이 양호했지만 내부 목표에는 미달한 것으로 파악되고, 올해 1분기까지 비우호적 소비 환경이 지속되었던 만큼 선제적 비용 통제 및 내부 수익성 재정비 중이라고 추정한다. 실제로 2025년 1분기 부채비율은 170%로 전년 대비 23%p 하락했다. 적자 자회사 및 사업 또한 과감히 정리하거나 축소하고 있다. IPO를 위한 작업에 돌입했다고 판단하며, 최근 자금 유치 기준 평가받은 기업가치는 약 4조원이다.

LS증권 리서치센터

Part III

오프라인 유통: 간만에 도는 온기

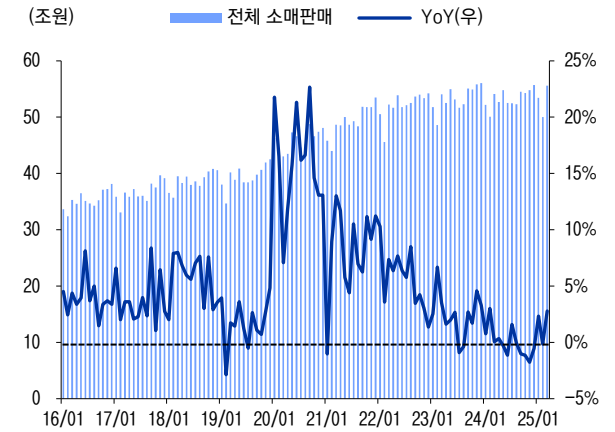
백화점: 오랜만에 부는 훈풍

새 정부 출범으로 하반기로 갈수록 소비심리 개선이 기대되고, 이에 대한 수혜는 백화점이 가장 크게 받을 것으로 전망한다. 최근 소비심리 위축은 고물가, 고환율 및 경기 부진에 따른 것이었는데, 정치적 불확실성 해소와 함께 차기 정부의 내수 부양 정책에 대한 기대가 유효하다. 대선 후보들 모두 내수 경제 활성화를 주요 공약으로 제시하고 있다. 이에 2024년 12월 계엄령 발표 이후 88.2pt까지 하락했던 소비자 심리지수는 올해 4월 소비자심리지수는 93.8pt, 5월은 기준선을 상회하는 101.8pt로 올라섰다. 소매판매 또한 올해 2월까지 지지부진한 흐름을 보이다 3월 YoY 2.8% 증가하며 반등의 신호가 나타났다.

그림39 **소비자심리지수: 5 월 기준선 상회**

자료: 한국은행, LS증권 리서치센터

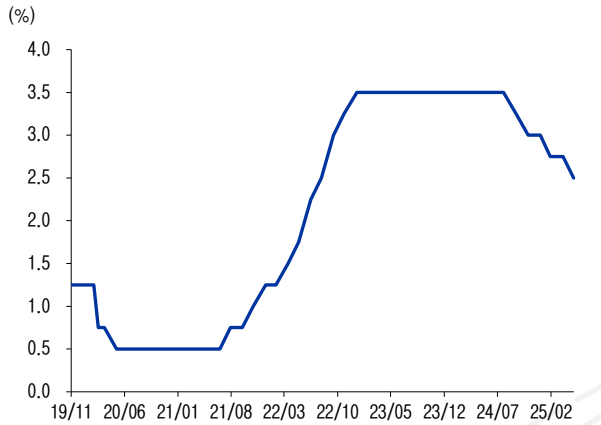
그림40 **월별 소매판매액 추이**



자료: KOSIS, LS증권 리서치센터

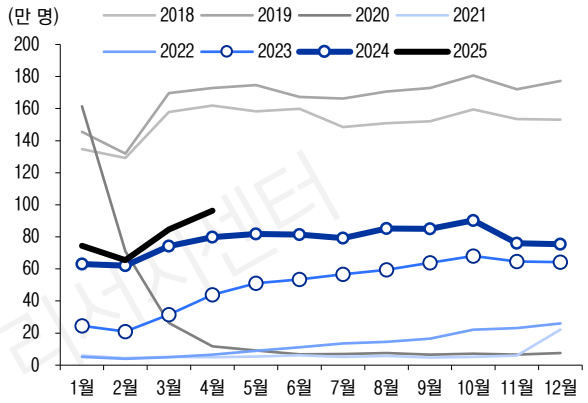
주요 백화점 업체들의 본업 및 면세점 사업이 바닥을 지나고 있다는 점에 주목하고 있다. 특히 신세계는 하반기로 갈수록 실적 모멘텀이 클 것으로 전망한다. 본점 리뉴얼 및 럭셔리 위주의 포지셔닝으로 백화점은 점차 안정적인 실적이 예상된다. 리뉴얼 관련 감가상각비가 2분기에는 1분기 대비 높은 수준(80~100억원 수준 추정)을 예상하지만 현재 본점 본관이 전체 면적 대비 약 70% 수준만 정상 영업 중으로, 2분기 이후 순차적 오픈을 통한 매출 상승이 기대된다. 신관은 올해 말 리뉴얼이 마무리 될 것으로 전망된다. 면세점은 시내점의 시장 경쟁 상황이 완화된 점이 긍정적이고, 올해 3분기 중 시행될 중국 단체 관광객 무비자 입국 또한 실적 기여가 있을 것으로 예상된다. 공항점 임차료 부담은 당분간 이어지겠지만, 명품 매장 오픈에 따른 객단가 제고 노력은 지속될 것으로 전망한다.

그림41 **한국 기준 금리 추이**



자료: 한국은행, LS증권 리서치센터

그림42 **면세점 외국인 이용객수 추이**



자료: 한국면세점협회, LS증권 리서치센터

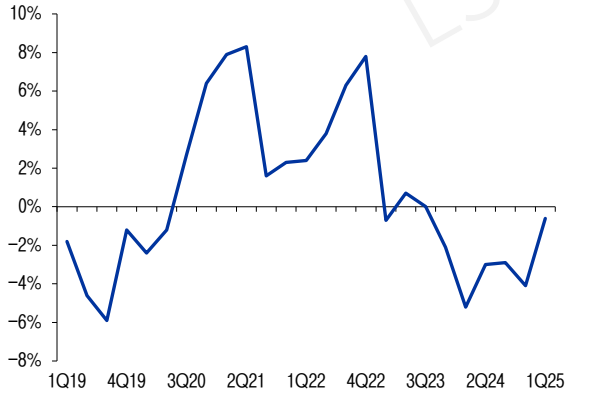
올해 1분기 백화점 3사의 실적에서 눈에 띄는 점은 기존 주력 사업 외의 부문의 선전이었다. 롯데쇼핑의 해외 할인점/백화점 실적이 개선되었고, 현대백화점도 지누스의 실적 기여가 돋보였다. 롯데쇼핑의 1Q25 베트남 백화점 총매출액은 YoY 19.1% 신장했고, 웨스트레이크 하노이 점포는 올해 1분기 영업이익 흑자를 달성했다. 해외 할인점 또한 기존점 매출이 YoY +5~6% 신장하면서 양호한 흐름을 이어갔다. 아직 실적에 기여하는 비중은 미미하지만, 내수가 저성장 국면으로 진입한 상황에서 국내 유통업체 중 유일하게 해외 모멘텀을 확보하고 있어 중장기적으로 주목해야 한다고 판단한다. 현대백화점은 지누스의 반덤핑 무효 소송 승소에 따른 충당금 환입이 올해 2분기에도 일부 있을 것으로 예상되고, 면세사업은 내부 구조개선 작업에 따른 실적 개선이 이어지겠다.

LS증권 리서치센터

할인점: 경쟁 완화와 체질 개선

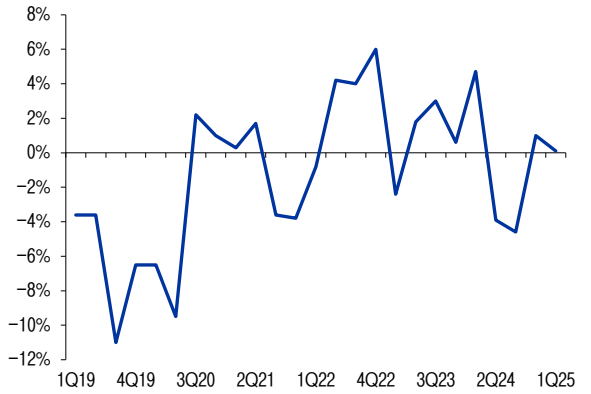
올해 1분기 대형마트의 실적은 대체로 양호했다. 특히 이마트의 국내 실적이 돋보였고, 롯데마트는 해외 사업의 호조가 눈에 띄었다. 이마트의 1Q25 할인점 기존점 신장률은 -0.6%를 기록했지만, 통합 매입 효과 및 희망퇴직에 따른 인사비 절감에 따라 영업이익은 YoY 53.7% 증가했다. 롯데쇼핑의 1Q25 국내 할인점 기존점 신장률은 0.1%를 기록했고 e그로서리 사업 이관으로 올해 연간 비용 부담이 있겠으나, 해외 할인점 기존점 신장률은 +5.5%(베트남 +6.0%, 인도네시아 +5.3%)을 기록해 앞으로 실적 기여가 기대된다.

그림43 이마트 기존점 신장률 추이



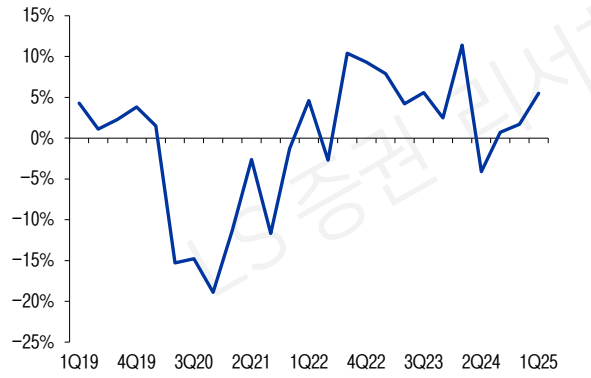
자료: 이마트, LS증권 리서치센터

그림44 롯데마트 기존점 신장 추이



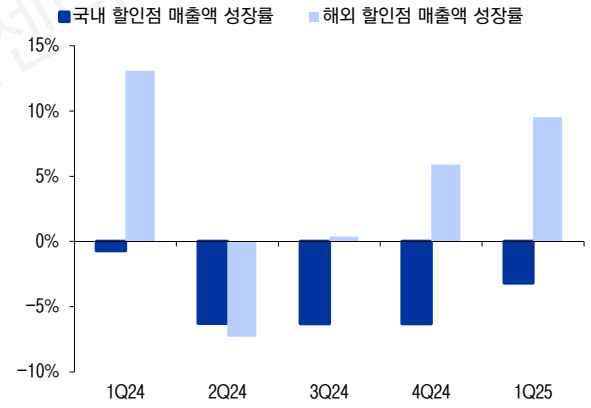
자료: 롯데쇼핑, LS증권 리서치센터

그림45 롯데마트 해외 할인점 기존점 신장률 추이



자료: 롯데쇼핑, LS증권 리서치센터

그림46 롯데쇼핑 할인점 국내 vs. 해외 매출액 성장률



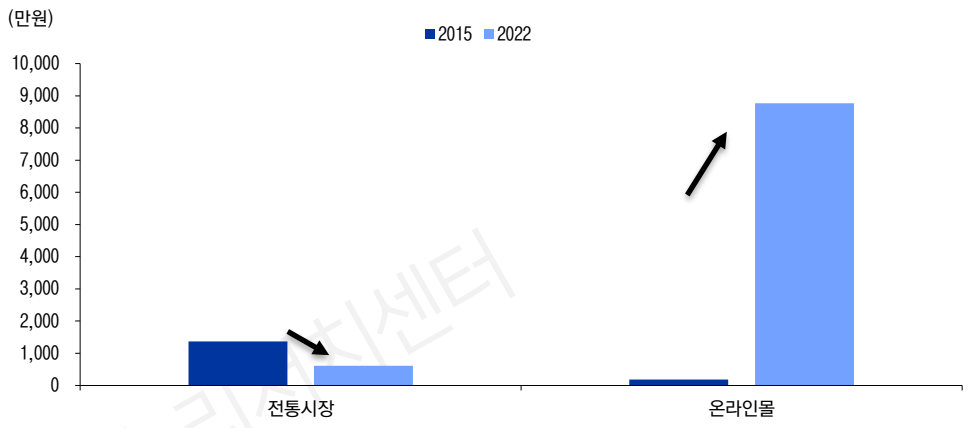
자료: 롯데쇼핑, LS증권 리서치센터

LS증권 리서치센터

하반기에도 이러한 흐름은 이어질 것으로 전망된다. 1)경쟁이 완화되고, 고물가 속 2)저렴한 상품을 선호하는 현상에 따른 집객이 예상되기 때문이다. 특히 이마트는 올해 하반기 성장 계획을 상반기 대비 높게 잡고 있고(연간 기존점포 신장률 가이던스 +2%), 탑라인 성장과 함께 비용 구조 슬림화에 따른 레버리지 효과가 기대된다. 다만 규제 관련해서는 지속적으로 지켜볼 필요가 있겠다. 전통시장 보호를 위해 2012년 시행된 유통산업발전법은 이전 정부에서 개정 가능성이 있었지만, 탄핵 이후 주요 대선 후보들의 공약이 각각 다른 방향으로 전개되고 있기 때문이다. 더불어민주당의 민생분야 20대 의제에는 대형마트 의무휴업일을 평일에서 공휴일로 다시 제정하겠다는 내용이 포함됐다. 다만 대형마트가 과거처럼 지배적 사업자가 아니라는 점, 유통산업발전법 시행 이후 오히려 전통 시장 구매액이 하락하고 온라인 구매가 증가했다는 점을 고려하면 휴무 재개 여부는 미지수라는 판단이다.

참고로 홈플러스는 2월 선제적 구조조정을 위해 법원에 기업회생 절차를 신청한 이후, 회생계획안과 조사보고서 제출이 각각 7월 10일(기존 6월 12일에서 기한 연장), 7월 12일로 기일을 앞두고 있다. 홈플러스는 회생을 위해 최근 61개 임차 점포들의 임대료를 35~50% 수준 인하를 임대인에게 요구한 상태로 알려졌고, 이 중 협상이 결렬된 점포들은 계약 해지를 결정했다. 이에 17개 점포가 폐점을 앞두고 있고 기업회생 이전에 폐점이 확정된 9개 점포까지 총 26개점이 문을 닫았다. 공급사들의 납품 중단과 재개가 잇달아 이어지고 있어 대형마트 업황에 일부 숨통이 트일 수 있을 것으로 전망된다.

그림47 **주요 채널의 대형마트 의무휴업일 식료품 구매액**

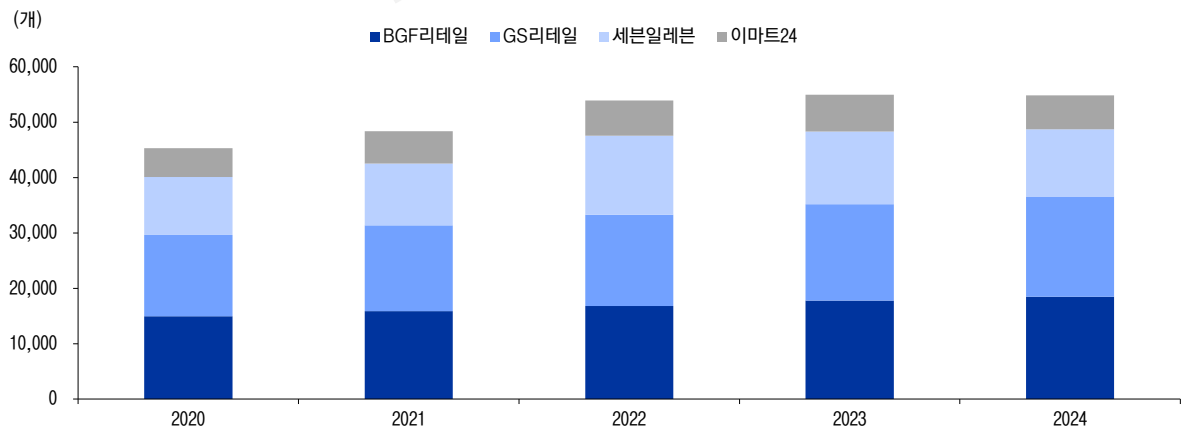


자료: 농촌진흥청, 한국경제인협회, LS증권 리서치센터
주: 수도권 거주 1,500개 가구의 채널별 식료품 구매액 기반, 연간 구매액 평균값

편의점: 한계를 뛰어넘어보는 중

우리는 2017년 9월 발간한 '편의점을 고민하다' 자료를 통해 국내 편의점 출점 포화 시점을 2022년으로, 적정 점포수를 53,800점으로 추정한 바 있다(당사 자료 26페이지 참고). 2024년 편의점 주요 4사(BGF리테일, GS리테일, 세븐일레븐, 이마트24) 점포수는 IR 자료 및 언론 보도 수치로 합산해 보았을 때 2023년 대비 68점 감소한 54,853점으로, 1988년 업태가 도입된 이후 처음으로 감소한 것으로 추정된다. 2024년 BGF리테일과 GS리테일의 점포는 약 700여개 수준 증가했지만, 세븐일레븐 점포가 1,018개 줄어들면서 큰 폭으로 감소했고 이마트24 또한 점포수가 줄었다. 편의점 경쟁구도가 Top 2 체제로 굳혀지는 가운데, 점포 포화에 대한 우려가 업태 도입 이후 가장 커졌다.

그림48 **주요 편의점 업체 점포수 추이**

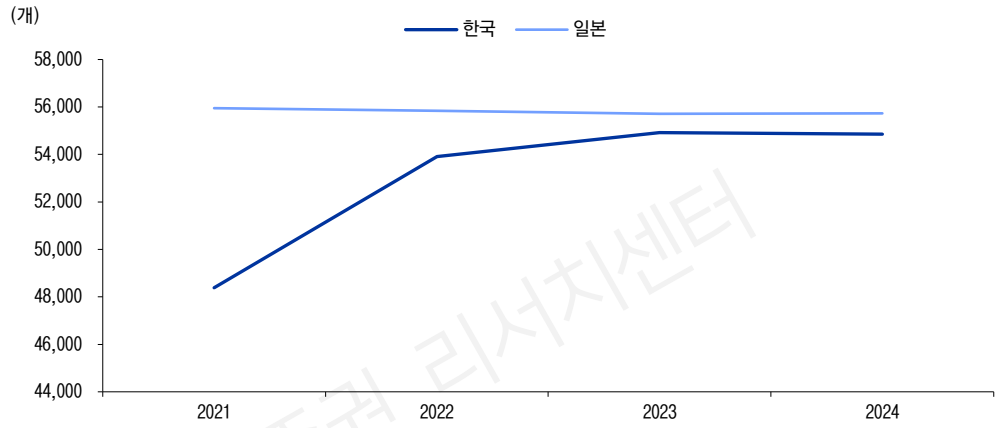


자료: 각 사, LS증권 리서치센터

올해 1분기 주요 업체들의 순증에도 변화가 감지됐다. 1Q25 GS리테일은 폐점이 증가하면서 출점 순감소가 발생했기 때문이다. 이에 올해 순증 가이던스는 기존 500~600개에서 250~300개로 하향 조정됐다. BGF리테일의 1Q25 점포 순증은 연간 가이던스(700개점 순증)에 부합하는 수준이지만, 지난 3년간 800~900개 순증에 비해 증가폭은 작아졌다. 출점 기준을 높이면서 우량점 위주의 출점이 지속되고, 경쟁사 점포의 전환 흡수가 수년간 진행 완료되었기 때문에 편의점 출점 성장은 당분간 둔화할 수 밖에 없다고 전망한다.

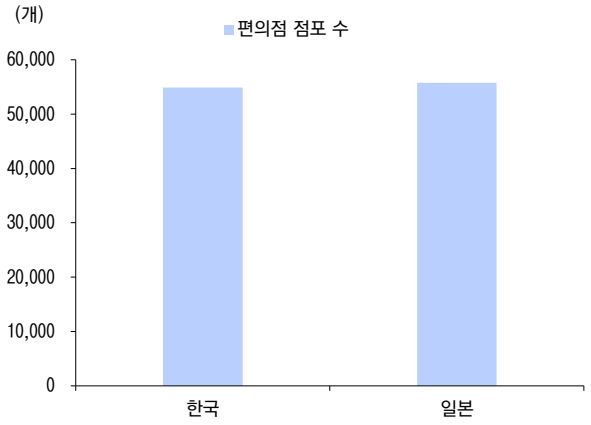
일본과 비교하면 더욱 뚜렷하게 드러난다. 일본은 한국보다 먼저 편의점 출점 포화 현상을 겪었다. 2025년 4월 말 기준 일본의 편의점 점포수는 55,855개로, 한국과 큰 차이가 없다. 일본의 인구와 국토 면적이 한국보다 약 2배가량 크다는 점을 감안하면, 국내 편의점의 출점은 이미 충분히 이뤄진 상태로 판단된다. 더 이상의 점포 확대는 한계에 가까워지고 있어 기존 점포의 객단가 및 수익성 제고가 핵심 과제로 작용할 것이다.

그림49 **한국 vs. 일본 연간 편의점 점포수 추이**



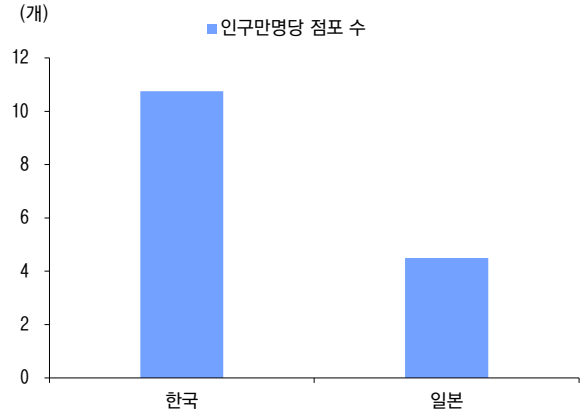
자료: 日本フランチャイズチェーン協会, LS증권 리서치센터

그림50 **한국 vs. 일본: 편의점 점포 수**



자료: 공정거래위원회, 日本フランチャイズチェーン協会, LS증권 리서치센터

그림51 **한국 vs. 일본: 인구 10,000명당 편의점 점포 수**

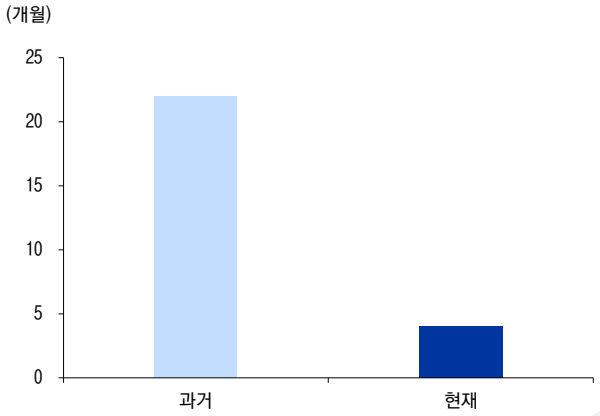


자료: 공정거래위원회, 日本フランチャイズチェーン協会, LS증권 리서치센터

공정거래위원회의 가맹사업 정보공개서에 따르면, 2023년 편의점 점포당 매출액은 GS25가 6.4억원, CU가 6.27억원이다. 이를 일로 환산하면 각각 177만원, 172만원 수준으로, 2014년 148만원, 142만원에서 연평균 약 2%씩 성장했음에도 일본 대비 여전히 낮다. 상대적으로 저마진 품목인 담배 매출 비중 또한 꾸준히 38% 후반이다. 이에 편의점 업체들은 객단가 제고를 위해 핵심 카테고리를 강화하고, 건강기능식품, 화장품 등 신규 성장 카테고리로 매출처를 확장하는 전략을 펴고 있다.

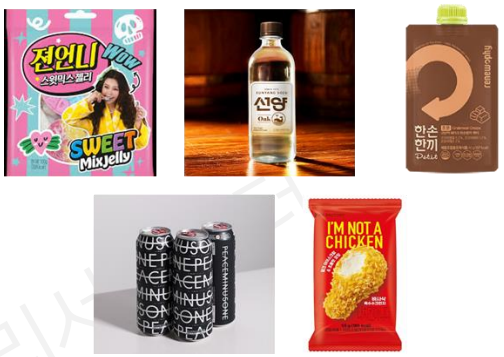
객단가 제고와 함께 스테디 셀러 개발도 편의점의 중요한 과제가 될 전망이다. 콘텐츠가 범람하고 숏폼 바이럴로 히트제품들이 탄생하면서, 소비재 유행 주기가 짧아졌다. 업계 자료에 따르면 편의점 히트 제품의 생애 주기도 평균 22개월에서 4개월로 축소되었다. 단기간에 소비자 반응을 이끌어 낼 수 있는 기획력과 충성 고객층 확보를 위한 스테디셀러 개발이 동시에 필요한 상황으로 판단한다.

그림52 **히트 제품 생애주기: 평균 22 개월에서 4 개월로 축소**



자료: BGF리테일, LS증권 리서치센터

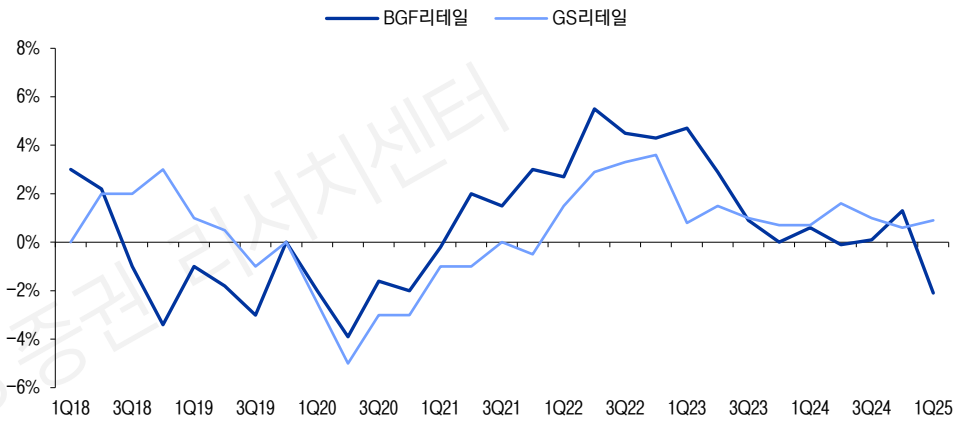
그림53 **2025 년 1 분기 히트제품**



자료: 언론, LS증권 리서치센터

올해 1분기 BGF리테일과 GS리테일의 편의점 기존점 신장률은 각각 -2.1%, 0.4%를 기록했다. 1월 설연휴 폭설, 2월 장기간 추위, 3월 산불에 따른 지역 축제 축소 등 비우호적인 영업 환경이었다. 2분기 날씨도 4~5월까지는 대체로 비우호적이었다. 2025년 4월은 꽃샘추위와 급격한 기온 변동 등 예년보다 다소 쌀쌀한 날씨가 이어졌고, 5월에도 주말마다 비가 자주 내리는 등 봄철 야외활동 수요를 기대하기 어려운 기상 여건이 지속됐다. 올해 4월 각 사의 기존점 신장률은 BGF리테일 -2%, GS리테일 0.3% 수준으로 추정된다. 이에 6월 날씨가 2분기 실적에 중요하게 작용할 것으로 보이고, 하반기 베이스 효과(3Q24 sssg BGF리테일 +0.1%, GS리테일 +1.0%)는 기대해 볼 수 있겠다.

그림54 **편의점 업체 기존점 신장률 추이**



자료: 각 사, LS증권 리서치센터

LS증권 리서치센터

Part Ⅳ

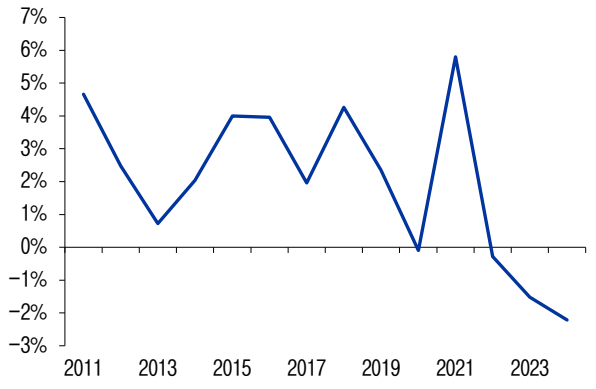
결론 및 투자의견

결론 및 투자의견

오랜만에 우호적인 영업환경

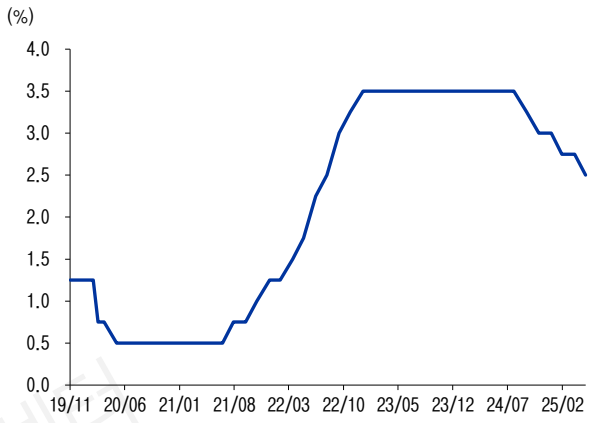
2025년 하반기 유통업을 둘러싼 영업환경은 대체로 우호적일 전망이다. 새 정부 출범에 따른 내수 부양, 상대적으로 자유로운 對미국 관세, 중국인 관광객 회복, 성수기 효과 등이 기대된다. 특히 백화점은 상기 모든 내용에 해당돼 긍정적이다. 할인점은 경쟁 완화가 기대되고, 이커머스는 점유율 확대 기회가 풍부하다. C커머스 업체들이 2024년 MAU를 확보 완료한 이후 숨을 고르고 있고, 유통 대기업들의 수익성 중심 이커머스 사업 전개가 지속되는 만큼 올해 전환점이 될 가능성이 높다. 편의점은 지난 2~3년간 활발했던 출점과 고물가 수혜로 올해는 실적에 날씨 등의 영업 외적 요소가 주는 영향이 과거 대비 커질 것으로 전망한다.

그림55 **2024 년 소매판매액 지수 YoY 2.2% 하락 – 2003 년 이후 최대폭 감소**



자료: KOSIS, LS증권 리서치센터

그림56 **한국 기준금리 추이**



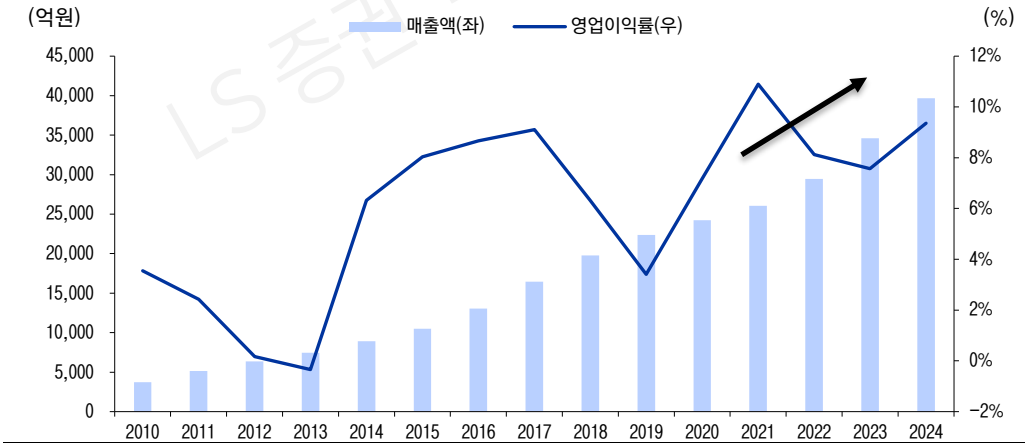
자료: 한국은행, LS증권 리서치센터

Top-picks는 신세계와 이마트다. 신세계는 백화점 리뉴얼 순차 오픈, 시내면세점 경쟁 완화 및 공항점 객단가 제고가 긍정적이다. 올해 3분기 중 시행될 중국 단체 관광객 무비자 입국 또한 실적에 기여가 기대된다. 이마트는 할인점 경쟁 완화 및 비용 구조 개선에 따라 실적 모멘텀이 유효하다. 차선호주로는 현대백화점을 제시한다. 밸류에이션 매력이 높고, 소비심리 개선에 따른 백화점 회복과 면세점의 구조조정이 긍정적이다. 지누스의 對미국 관세 이슈에 대해서만 지켜볼 필요는 있겠다.

소비는 계속해서 쪼개지고, 극단을 향해가는 중

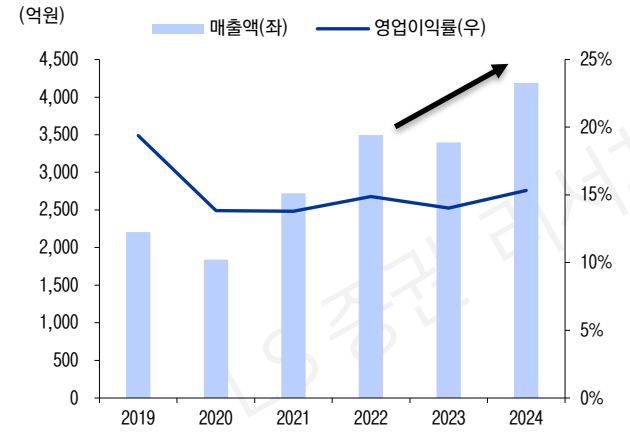
다이소는 1,000원짜리로 4조원에 가까운 매출을 올리고, 동시에 백화점의 보석/시계 부문은 가격 인상 소식이 들려오면 두자릿수 매출 신장을 보인다. 이처럼 고물가와 고금리가 이어짐에 따라 소비자들은 과거 10년을 이끌었던 합리적 소비를 넘어서 초저가를 추구하는 극단적 소비를 학습하고 있다. 더불어 갈수록 세분화되는 취향과, 범람하는 브랜드는 모든 소비재 업체와 유통업체로 하여금 파편화되는 소비에 계속해서 기민하고 유연한 대응을 요구하고 있다. 중장기적으로는 이 과제를 빠르게 해결하는 업체들만이 살아남을 것이다.

그림57 **다이소 실적 추이**



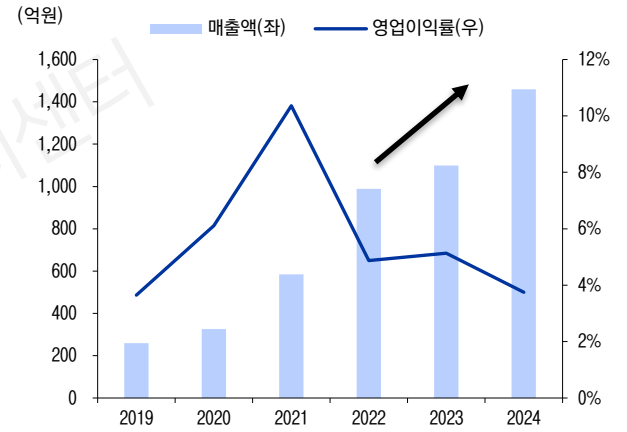
자료: 다이소, LS증권 리서치센터

그림58 **불가리코리아 실적 추이**



자료: 불가리코리아, LS증권 리서치센터

그림59 **LVMH 워치앤주얼리코리아 실적 추이**



자료: LVMH, LS증권 리서치센터

표1 **국내 유통/플랫폼 유니버스 월간 수익률**

개요				수익률 (%, 원)							P/E (E)		P/B (E)	
업종	티커	기업명	시총(억원)	1D	1W	1M	3M	6M	YTD	1Y	2025	2026	2025	2026
벤치마크	IKS001	코스피	21,534,156	0.0	2.1	5.4	6.6	10.0	12.5	2.4	9.7	8.5	0.9	0.8
	IKS002	코스피 대형주	17,823,194	0.1	1.9	5.2	6.4	9.3	12.1	3.0	9.7	8.6	0.9	0.9
	IKQ001	코스닥	3,826,373	0.8	2.1	2.6	-0.5	9.5	9.2	-11.9	22.8	16.0	2.2	1.9
	IKS003	코스피 중형주	2,657,413	-0.5	2.8	6.8	7.2	13.4	15.1	0.2	10.0	7.9	0.6	0.6
	IKS004	코스피 소형주	932,768	-0.4	2.7	6.0	7.7	12.8	11.7	-1.2	7.6	5.9	0.5	0.5
인터넷	035420 KS	NAVER	295,485	-0.5	-0.8	-5.5	-9.9	-8.4	-6.2	9.6	15.7	13.7	1.0	0.9
	035720 KS	카카오	190,598	1.1	10.6	13.4	0.0	2.4	13.0	-0.4	40.2	34.5	1.8	1.7
유통	021240 KS	코웨이	65,509	2.5	-3.8	5.8	12.5	29.8	36.2	61.5	10.4	8.9	1.8	1.5
	139480 KS	이마트	23,346	-7.3	-3.3	-6.0	11.2	35.1	33.4	38.0	12.7	9.0	0.2	0.2
	023530 KS	롯데쇼핑	21,952	-3.7	-0.4	16.2	23.0	37.4	43.4	17.8	11.9	8.4	0.2	0.1
	282330 KS	BGF 리테일	17,595	-0.7	0.0	-4.6	1.9	-4.7	-0.7	-12.6	9.3	8.5	1.4	1.2
	004170 KS	신세계	16,474	-4.0	-2.6	7.9	20.0	30.1	28.4	4.7	8.8	7.5	0.4	0.3
	069960 KS	현대백화점	15,999	-1.8	0.9	19.0	23.8	56.1	49.6	42.4	7.2	6.6	0.3	0.3
	007070 KS	GS 리테일	12,499	-2.5	4.6	2.2	-0.2	-35.4	-9.4	-24.6	10.6	8.4	0.4	0.4
	001740 KS	SK 네트웍스	9,061	-1.0	2.0	-3.2	-5.0	-4.8	-1.3	-18.9	28.3	15.9	0.4	0.4

자료: Quantiwise, LS증권 리서치센터 / 주: 2025.6.2 종가 기준

표2 **글로벌 유통/플랫폼 유니버스 월간 수익률**

개요				수익률 (%, USD)							P/E (E)		P/B (E)	
업종	티커	기업명	시총(USD mn)	1D	1W	1M	3M	6M	YTD	1Y	2025	2026	2025	2026
유통/플랫폼	AMZN US	Amazon.com Inc	2,176,458	-0.3	2.0	11.2	-3.4	-1.4	-6.6	16.2	29.7	25.5	6.0	4.9
	WMT US	Walmart Inc	789,848	1.7	2.5	1.8	0.6	7.5	9.8	51.7	37.9	33.7	8.1	7.3
	BABA US	Alibaba Group Holding Ltd	271,622	-2.9	-5.7	-4.7	-14.1	30.3	34.3	48.5	11.7	10.3	1.6	1.7
	COST US	Costco Wholesale Corp	461,511	3.1	3.1	4.7	-0.7	7.3	13.8	29.1	57.3	51.9	16.0	13.2
	PDD US	Pinduoduo Inc	137,010	-1.8	-19.1	-8.6	-15.1	-0.1	-0.5	-35.6	10.6	8.1	2.4	1.9
	JD US	JD.com Inc	47,101	-1.6	-2.8	-0.6	-20.3	-10.7	-3.7	12.7	7.7	6.7	1.3	1.1
	TGT US	Target Corp	42,715	-0.9	-0.3	-1.6	-23.4	-27.5	-29.0	-37.6	12.3	11.5	2.8	2.6
	3382 JP	Seven & i Holdings Co Ltd	39,385	-0.7	0.2	2.9	1.5	-15.6	-11.7	9.3	21.9	20.9	1.5	1.4
	KR US	Kroger Co/The	45,431	1.9	-0.5	-5.1	5.8	12.8	12.7	33.1	14.3	13.2	4.9	4.2
	WBA US	Walgreens Boots Alliance Inc	9,728	0.1	0.7	2.6	5.3	24.7	20.6	-26.9	6.9	7.8	1.2	1.2
	EBAY US	eBay Inc	33,731	1.0	2.1	7.8	14.0	16.6	19.1	37.3	13.7	12.8	5.8	4.5
	TSCO LN	Tesco PLC	34,724	1.4	1.7	7.4	4.7	8.6	8.1	29.5	14.4	13.0	2.3	2.2
	CPALL TB	CP ALL PCL	12,825	-1.1	-1.6	-6.3	-10.6	-21.2	-13.5	-16.1	15.0	13.3	3.0	2.5
	8267 JP	Aeon Co Ltd	26,873	1.8	2.4	4.9	20.4	24.1	20.7	32.4	76.3	62.1	3.6	3.5
	ETSY US	Etsy Inc	5,772	4.5	16.3	27.3	8.1	0.9	4.7	-12.8	12.3	11.3	-	-
	VIPS US	Vipshop Holdings Ltd	7,100	-2.3	-4.0	1.2	-8.9	3.7	6.3	-10.9	5.9	5.6	1.1	0.9
	4755 JP	Rakuten Inc	11,979	-0.7	-0.4	-4.9	-13.3	-7.0	-7.0	-2.1	-	114.8	2.0	1.4
	OCDO LN	Ocado Group PLC	2,923	0.7	0.4	-6.4	1.3	-16.6	-12.9	-29.6	-	-	1.8	2.2
	SBRY LN	J Sainsbury PLC	8,918	1.0	-0.8	7.0	10.4	9.3	4.3	8.2	12.5	11.1	1.0	0.9
	TKWY NA	Takeaway.com NV	4,617	-0.1	0.3	1.2	0.2	28.8	47.5	62.1	-	-	0.8	0.8
	601933 CH	Yonghui Superstores Co Ltd	6,278	-1.6	-2.2	-3.5	-6.6	-1.2	-21.5	89.4	-	75.5	10.0	9.0
	6808 HK	Sun Art Retail Group Ltd	2,896	4.4	12.8	28.6	33.7	-1.7	-4.0	47.8	28.0	20.4	1.0	1.0
	3391 JP	Tsuruha Holdings Inc	3,894	-0.6	-2.6	-1.5	23.2	38.0	31.1	25.3	25.9	19.8	1.9	1.8
	KSS US	Kohl's Corp	905	1.1	8.7	21.3	-27.7	-43.0	-41.2	-60.0	18.4	16.1	0.2	0.2

자료: Bloomberg, LS증권 리서치센터 / 주: 2025.5.30 종가 기준

표3 유통 Global Peer 실적 및 밸류에이션

		실적(십억원, USD mn)			성장률(%)			수익성(%)		Valuation(x)			
기업명	연도	매출액	OP	NP	매출액	OP	NP	OPM	NPM	P/E	P/B	EV/ EBITDA	ROE
신세계	2024	6,570.4	477.0	186.6	3.4	-25.4	-40.2	7.3	2.8	10.8	0.3	6.1	2.5
	2025E	6,949.3	503.9	260.6	5.8	5.6	39.6	7.3	3.7	7.9	0.4	6.6	6.1
	2026E	7,774.9	553.9	288.2	11.9	9.9	10.6	7.1	3.7	6.8	0.4	6.5	6.6
현대백화점	2024	4,187.6	284.0	-0.8	-0.5	-6.4	적지	6.8	0.0	-28.7	0.2	4.7	-0.8
	2025E	4,455.8	408.8	289.3	6.4	43.9	흑전	9.2	6.5	6.8	0.4	4.0	6.5
	2026E	4,698.8	440.0	306.7	5.5	7.6	6.0	9.4	6.5	6.3	0.4	3.8	6.7
롯데쇼핑	2024	13,986.6	473.1	-994.1	-3.9	-6.9	적전	3.4	-7.1	-1.6	0.1	8.4	-7.7
	2025E	14,040.4	603.9	199.8	0.4	27.6	흑전	4.3	1.4	8.7	0.1	6.8	1.3
	2026E	14,383.3	655.6	271.2	2.4	8.6	35.8	4.6	1.9	6.8	0.1	6.9	1.7
이마트	2024	29,020.9	47.1	-573.4	-1.5	흑전	적지	0.2	-2.0	-2.9	0.2	7.2	-5.4
	2025E	29,278.1	476.9	213.5	0.9	912.5	흑전	1.6	0.7	10.9	0.2	5.5	2.0
	2026E	29,872.1	579.0	297.6	2.0	21.6	39.4	1.9	1.0	8.4	0.2	5.0	2.7
GS 리테일	2024	11,626.9	239.1	9.8	4.4	-18.1	-55.8	2.1	0.1	541.5	0.4	4.2	0.1
	2025E	11,987.2	256.4	118.9	3.1	7.2	1,114.8	2.1	1.0	12.3	0.5	3.3	3.7
	2026E	12,513.8	296.0	145.5	4.4	15.4	22.3	2.4	1.2	9.9	0.5	3.6	4.4
BGF 리테일	2024	8,698.8	251.6	195.2	6.2	-0.6	-0.3	2.9	2.2	9.1	1.5	3.4	17.3
	2025E	9,019.8	253.7	196.2	3.7	0.8	0.5	2.8	2.2	9.9	1.5	4.1	15.7
	2026E	9,500.4	274.7	214.4	5.3	8.3	9.2	2.9	2.3	9.0	1.3	4.0	15.5
코웨이	2024	4,310.1	795.4	565.5	8.7	8.8	20.1	18.5	13.1	8.5	1.5	4.2	19.4
	2025E	4,910.8	900.0	618.1	13.9	13.2	9.3	18.3	12.6	10.4	1.9	5.4	18.3
	2026E	5,452.7	1,025.1	722.4	11.0	13.9	16.9	18.8	13.2	8.9	1.6	4.9	18.7
SK 네트웍스	2024	7,657.3	113.9	46.3	2.7	41.5	741.8	1.5	0.6	19.4	0.4	3.4	2.3
	2025E	8,412.0	121.0	83.0	5.4	15.0	-42.5	1.4	1.0	150.7	0.4	6.2	3.9
	2026E	8,827.0	149.0	105.0	4.9	23.3	25.4	1.7	1.2	121.4	0.4	7.4	4.7
Amazon	2024	637,959.0	68,593.0	59,248.0	11.0	79.9	96.3	10.8	9.4	39.0	8.1	17.8	24.7
	2025E	694,436.9	77,642.6	66,717.7	8.9	13.2	12.6	11.2	11.2	29.7	6.0	13.7	20.3
	2026E	762,043.2	93,963.8	79,100.0	9.7	21.0	18.6	12.3	12.1	25.5	4.9	11.6	19.2
Walmart	2024	648,125.0	27,105.0	15,511.0	6.0	10.2	1.9	4.3	2.8	24.9	5.3	12.2	22.4
	2025E	680,701.1	29,494.7	19,793.0	5.0	8.8	27.6	4.3	3.0	39.7	8.7	19.8	21.9
	2026E	705,603.5	30,899.9	20,648.6	3.7	4.8	4.3	4.4	3.0	37.9	8.1	18.8	21.5
Costco	2024	254,453.0	9,276.0	7,367.0	5.0	9.1	11.5	3.6	2.9	53.9	16.7	33.3	30.2
	2025E	275,125.4	10,390.7	8,068.5	8.1	12.0	9.5	3.8	2.9	57.3	16.0	35.3	30.3
	2026E	294,938.3	11,473.9	8,906.8	7.2	10.4	10.4	3.9	3.0	51.9	13.2	32.3	27.7
Target	2024	107,412.0	5,809.0	4,138.0	-1.6	47.7	48.2	5.2	3.9	16.0	5.0	9.1	34.2
	2025E	104,989.5	5,532.4	4,039.7	-2.3	-4.8	-2.4	5.3	3.8	10.8	3.0	6.6	28.3
	2026E	104,359.9	4,893.1	3,729.7	-0.6	-11.6	-7.7	4.7	3.4	12.3	2.8	6.9	22.7
Macy's	2024	23,866.0	1,267.0	45.0	-6.2	-24.7	-24.3	4.1	3.6	6.0	1.3	4.2	21.3
	2025E	22,386.6	1,002.3	669.7	-6.2	-20.9	1,388.1	4.5	3.0	5.0	0.7	2.7	15.8
	2026E	21,288.6	777.5	541.7	-4.9	-22.4	-19.1	3.7	2.4	6.5	0.7	3.0	9.9
Shopify	2024	8,880.0	1,020.0	2,019.0	25.8	514.5	291.9	11.5	12.5	n/a	n/a	124.3	10.7
	2025E	10,894.4	1,820.5	594.1	22.7	78.5	-70.6	16.7	16.4	78.7	11.1	71.1	11.4
	2026E	13,096.2	2,398.3	1,825.4	20.2	31.7	207.3	18.3	17.6	62.0	9.5	54.5	15.2
Alibaba	2024	131,312.9	20,304.5	11,162.9	8.3	24.5	21.0	13.9	13.9	10.2	1.3	4.0	13.2
	2025E	138,773.4	18,991.1	19,251.7	5.7	-6.5	72.5	13.7	15.6	12.5	1.8	7.3	13.1
	2026E	148,574.8	22,987.1	19,799.5	7.1	21.0	2.8	15.5	15.7	11.7	1.6	6.4	13.4
JD.com	2024	160,955.4	6,345.7	5,744.6	6.8	28.5	35.1	3.9	3.9	8.5	1.5	3.7	19.4
	2025E	179,706.9	5,397.4	5,564.7	11.7	-14.9	-3.1	3.0	3.5	7.7	1.3	3.9	15.3
	2026E	190,936.8	6,564.9	6,466.0	6.2	21.6	16.2	3.4	3.8	6.7	1.1	3.3	15.5

자료: LS증권 리서치센터 / 주: 국내기업은 당사 추정치, 해외기업은 Bloomberg 추정치

기업분석

신세계 (004170)	41
이마트 (139480)	44
현대백화점 (069960)	48

Universe

종목명	투자판단	목표주가
신세계	Buy(유지)	200,000 원(유지)
이마트	Buy(유지)	105,000 원(유지)
현대백화점	Buy(유지)	87,000 원(상향)

신세계 (004170)

2025. 6. 4 | 유통

Analyst 오린아
02-3779-0053
lina.oh@ls-sec.co.kr

실적 바닥 통과 구간

레버리지 효과가 가장 기대되는 업체

신세계의 K-IFRS 연결 기준 2Q25 매출액은 전년동기대비 5.8% 성장한 1 조 6,982 억원, 영업이익은 전년동기대비 21.1% 감소한 927 억원을 예상한다. 올해 1 분기 백화점 주요 점포의 리뉴얼 오픈 등으로 감가상각비 YoY 약 50 억원이 증가한 내용이 실적에 영향을 미쳤는데, 2 분기에는 1 분기 대비 높은 수준(80~100 억원 수준 추정)의 감가상각비 증가가 추정된다. 연간 감가상각비 증가분은 YoY 400 억원 수준으로 파악되지만, 주가에는 이미 반영된 리스크로 판단한다. 올해 4 월 백화점 기존점 신장률은 -2.5%를 기록했으나, 5 월 들어 +4~5% 수준으로 회복세를 추정한다. 현재 본점 본관이 전체 면적 대비 약 70% 수준만 정상 영업 중이기 때문에 2 분기 이후 순차적 오픈을 통한 매출 상승이 기대되고, 연말 마무리되는 신관 리뉴얼 또한 성수기 효과와 맞물려 긍정적이겠다. 지난 해 6 월 고성장(+7%)에 따른 높은 베이스 부담이 존재하나, 강남 델리마켓(5 월) 및 본점·신관 리뉴얼 오픈(2 분기~연말) 효과가 실적 모멘텀을 강화할 전망이다.

면세점은 공항점 개선 여부가 중요할 것으로 보이는데, 최근 동사는 경쟁사와 함께 인천공항공사에 임대료 인하 조정을 신청했다. 화장품/향수/주류/담배 매장 임대료 40% 인하를 협상 중이고 이를 차치하고서라도 명품 매장 오픈에 따른 객단가 상승이 예상돼 공항점 적자는 최악을 지났다는 판단이다. 시내점은 경쟁사의 대량 매출 중단으로 경쟁이 완화돼 양호한 상황이다. 올해 3 분기 중 시행 예정인 중국 단체관광객 무비자 입국 허용 조치는 백화점 및 면세점 전반에 긍정적이며, 신세계는 이 수혜를 가장 직접적으로 받을 수 있는 포지션이라고 전망된다.

투자의견 Buy 유지, 목표주가 200,000 원 유지

신세계에 대해 투자의견 Buy 및 목표주가 200,000 원을 유지한다. 12MF 예상 실적 대비 현 주가는 7.3 배 수준이다. 올해 2 분기 실적 모멘텀은 다소 약할 수 있겠지만, 소비 심리 회복, 면세 업황 호조에 대한 레버리지 효과가 가장 큰 업체라는 점에 주목한다. 하반기로 갈수록 점진적 실적 개선이 전망된다.

Buy (유지)

목표주가 (유지)	200,000 원
현재주가	170,800 원
상승여력	17.1 %

컨센서스 대비

상회	부합	하회

Stock Data

KOSPI (6/2)		2,698.97 pt
시가총액		16,474 억원
발행주식수		9,645 천주
52 주 최고가/최저가		177,900 / 125,900 원
90 일 일평균거래대금		59.59 억원
외국인 지분율		12.0%
배당수익률(25.12E)		2.7%
BPS(25.12E)		430,894 원
KOSPI 대비 상대수익률	1 개월	2.5%
	6 개월	20.1%
	12 개월	2.3%
주주구성	정유경 (외 4 인)	29.2%
	국민연금공단 (외 1 인)	11.4%

Stock Price

Financial Data

(십억원)	매출액	영업이익	세전이익	순이익	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)
2023	6,357	640	453	312	23,856	-42.2	1,137	7.3	4.9	0.4	5.4
2024	6,570	477	195	187	12,293	-48.5	958	10.8	6.1	0.3	2.5
2025E	6,949	504	343	261	21,251	72.9	1,018	8.0	6.6	0.4	6.1
2026E	7,775	554	377	288	24,780	16.6	1,072	6.9	6.5	0.4	6.6
2027E	8,079	615	441	330	28,930	16.7	1,137	5.9	6.6	0.4	7.2

자료: 신세계, LS 증권 리서치센터, K-IFRS 연결기준

LS 증권 리서치센터

표4 신세계 부문별 분기/연간 실적 추이 및 전망

(억원)		1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25E	3Q25E	4Q25E	2024	2025E	2026E
추정 실적												
총매출액		28,187	27,824	27,089	31,873	28,780	29,133	28,603	33,784	114,973	120,300	127,030
순매출액		16,047	16,044	15,401	18,212	16,658	16,982	16,670	19,183	65,704	69,493	77,749
	백화점	6,641	6,417	6,158	7,110	6,635	6,560	6,350	7,385	26,326	26,931	28,097
	면세점	4,867	4,924	4,717	5,552	5,618	5,781	5,774	6,218	20,060	23,391	26,415
	인터내셔날	3,094	3,209	2,960	3,823	3,042	3,148	2,895	3,754	13,086	12,839	12,582
	센트럴시티	889	950	944	971	887	949	989	1,021	3,754	3,846	4,047
	신세계까사	685	651	686	673	623	595	737	723	2,695	2,678	2,899
	라이브쇼핑	782	815	770	916	811	848	825	982	3,283	3,466	3,709
영업이익		1,630	1,175	930	1,036	1,323	927	1,172	1,617	4,770	5,039	5,539
	백화점	1,137	818	883	1,218	1,079	721	908	1,307	4,056	4,016	4,276
	면세점	72	86	-162	-355	-23	-35	-64	-75	-359	-196	-131
	인터내셔날	112	133	21	3	47	66	38	56	269	207	231
	센트럴시티	262	109	259	227	222	111	267	268	857	868	920
	신세계까사	10	-5	2	3	1	3	7	7	10	19	45
	라이브쇼핑	56	59	13	49	57	60	14	53	177	185	198
YoY %												
총매출액		5.4%	1.8%	4.0%	2.1%	2.1%	4.7%	5.6%	6.0%	3.3%	4.6%	5.6%
순매출액		2.6%	1.8%	2.8%	5.9%	3.8%	5.8%	8.2%	5.3%	3.4%	5.8%	11.9%
	백화점	7.0%	2.1%	1.9%	1.1%	-0.1%	2.2%	3.1%	3.9%	3.0%	2.3%	4.3%
	면세점	-4.8%	1.5%	8.2%	14.7%	15.4%	17.4%	22.4%	12.0%	4.7%	16.6%	12.9%
	인터내셔날	-0.9%	-3.9%	-6.3%	-2.6%	-1.7%	-1.9%	-2.2%	-1.8%	-3.4%	-1.9%	-2.0%
	센트럴시티	5.5%	6.6%	0.2%	18.0%	-0.2%	-0.1%	4.8%	5.1%	7.3%	2.4%	5.2%
	신세계까사	30.0%	18.1%	10.1%	3.7%	-9.1%	-8.6%	7.5%	7.4%	14.7%	-0.6%	8.2%
	라이브쇼핑	16.7%	15.9%	16.3%	13.9%	3.7%	4.1%	7.1%	7.2%	15.6%	5.6%	7.0%
영업이익		6.9%	-21.5%	-29.5%	-49.7%	-18.8%	-21.1%	26.0%	56.1%	-25.4%	5.6%	9.9%
	백화점	3.0%	-11.2%	-4.9%	-15.8%	-5.1%	-11.8%	2.9%	7.3%	-7.8%	-1.0%	6.5%
	면세점	-70.4%	-78.6%	적전	적전	적전	적전	적지	적지	적전	적지	적지
	인터내셔날	8.7%	-27.7%	-65.0%	-97.9%	-58.0%	-50.3%	79.9%	1777.1	-44.8%	-23.0%	11.5%
	센트럴시티	20.2%	25.3%	4.0%	-5.4%	-15.3%	1.9%	3.1%	18.1%	7.9%	1.3%	6.0%
	신세계까사	흑전	적지	흑전	흑전	-90.0%	흑전	268.7%	140.9%	흑전	85.8%	140.9%
	라이브쇼핑	흑전	145.8%	8.3%	-51.5%	1.8%	2.1%	11.0%	8.2%	35.1%	4.3%	7.4%
수익성												
영업이익률		5.8%	4.2%	3.4%	3.3%	4.6%	3.2%	4.1%	4.8%	4.1%	4.2%	4.4%
	백화점	6.3%	4.7%	5.2%	6.1%	6.0%	4.1%	5.2%	6.2%	5.6%	5.4%	5.5%
	면세점	1.5%	1.7%	-3.4%	-6.4%	-0.4%	-0.6%	-1.1%	-1.2%	-1.8%	-0.8%	-0.5%
	인터내셔날	3.6%	4.1%	0.7%	0.1%	1.5%	2.1%	1.3%	1.5%	2.1%	1.6%	1.8%
	센트럴시티	29.5%	11.5%	27.4%	23.4%	25.0%	11.7%	27.0%	26.3%	22.8%	22.6%	22.7%
	신세계까사	1.5%	-0.8%	0.3%	0.4%	0.2%	0.5%	1.0%	1.0%	0.4%	0.7%	1.5%
	라이브쇼핑	7.2%	7.2%	1.7%	5.3%	7.0%	7.1%	1.8%	5.4%	5.4%	5.3%	5.3%

자료: 신세계, LS증권 리서치센터

주: 영업이익률은 총매출액 기준

신세계 (004170)

재무상태표

(십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
유동자산	2,674	2,343	2,682	2,927	3,058
현금 및 현금성자산	802	582	899	1,110	1,177
매출채권 및 기타채권	716	597	625	700	727
재고자산	891	979	973	933	970
기타유동자산	264	184	184	184	184
비유동자산	12,078	12,729	13,345	14,054	14,783
관계기업투자등	1,472	1,595	1,660	1,728	1,798
유형자산	7,280	7,795	7,632	7,555	7,480
무형자산	560	574	654	700	749
자산총계	**14,752**	**15,072**	**16,027**	**16,981**	**17,841**
유동부채	4,944	4,947	5,554	6,467	6,593
매입채무 및 기타채무	1,787	1,803	1,907	2,133	2,217
단기금융부채	2,263	2,229	2,679	3,250	3,250
기타유동부채	894	915	968	1,083	1,125
비유동부채	3,468	3,750	4,121	3,959	4,451
장기금융부채	2,597	2,965	3,415	3,323	3,879
기타비유동부채	871	785	706	636	572
부채총계	**8,412**	**8,697**	**9,675**	**10,425**	**11,044**
지배주주지분	4,209	4,265	4,242	4,446	4,688
자본금	49	49	49	49	49
자본잉여금	403	424	424	424	424
이익잉여금	3,655	3,718	3,966	4,249	4,577
비지배주주지분(연결)	2,131	2,110	2,110	2,110	2,110
자본총계	**6,340**	**6,375**	**6,352**	**6,556**	**6,798**

손익계산서

(십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
매출액	**6,357**	**6,570**	**6,949**	**7,775**	**8,079**
매출원가	2,502	2,518	1,863	2,405	2,385
매출총이익	**3,855**	**4,053**	**5,086**	**5,370**	**5,695**
판매비 및 관리비	3,215	3,576	4,582	4,816	5,080
영업이익	**640**	**477.0**	**504**	**554**	**615**
(EBITDA)	1,137	958	1,018	1,072	1,137
금융손익	-108	-168	-141	-139	-136
이자비용	169	196	201	201	201
관계기업등 투자손익	1	0	0	0	0
기타영업외손익	-66	-90	-20	-38	-38
세전계속사업이익	**453**	**195**	**343**	**377**	**441**
계속사업법인세비용	141	8	83	89	110
계속사업이익	312	187	261	288	330
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	**312**	**187**	**261**	**288**	**330**
지배주주	225	108	209	244	285
총포괄이익	**314**	**265**	**261**	**288**	**330**
매출총이익률 (%)	61	62	73	69	70
영업이익률 (%)	10	7	7	7	8
EBITDA 마진률 (%)	18	15	15	14	14
당기순이익률 (%)	4.9	2.8	3.7	3.7	4.1
ROA (%)	1.5	0.7	1.6	1.7	1.9
ROE (%)	5.4	2.5	6.1	6.6	7.2
ROIC (%)	5.1	5.1	3.5	3.9	4.3

현금흐름표

(십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
영업활동 현금흐름	**791**	**776**	**557**	**572**	**376**
당기순이익(손실)	312	187	261	288	330
비현금수익비용가감	872	855	293	163	90
유형자산감가상각비	444	426	464	471	478
무형자산상각비	53	55	51	47	43
기타현금수익비용	354	357	-221	-355	-432
영업활동 자산부채변동	-121	-41	3	122	-44
매출채권 감소(증가)	-165	127	-29	-74	-27
재고자산 감소(증가)	-14	-78	6	40	-37
매입채무 증가(감소)	45	3	104	227	84
기타자산, 부채변동	13	-94	-78	-71	-64
투자활동 현금	**-912**	**-981**	**-522**	**-598**	**-513**
유형자산처분(취득)	-596	-885	-300	-300	-300
무형자산 감소(증가)	-13	-13	-9	-9	-9
투자자산 감소(증가)	50	-30	-69	-71	-74
기타투자활동	-354	-53	-145	-218	-130
재무활동 현금	**-16**	**-17**	**283**	**237**	**204**
차입금의 증가(감소)	179	203	0	0	0
자본의 증가(감소)	-163	-216	-39	-39	-43
배당금의 지급	-79	-82	39	39	43
기타재무활동	-32	-4	322	276	247
현금의 증가	**-136**	**-220**	**317**	**211**	**67**
기초현금	938	802	582	899	1,110
기말현금	802	582	899	1,110	1,177

자료: 신세계, LS 증권 리서치센터

주요 투자지표

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
투자지표 (x)					
P/E	7.3	10.8	8.0	6.9	5.9
P/B	0.4	0.3	0.4	0.4	0.4
EV/EBITDA	4.9	6.1	6.6	6.5	6.6
P/CF	1.5	1.3	3.0	3.7	4.0
배당수익률 (%)	2.3	3.4	2.6	2.9	3.1
성장성 (%)					
매출액	-18.6	3.4	5.8	11.9	3.9
영업이익	-0.9	-25.4	5.6	9.9	11.0
세전이익	-13.2	-57.1	76.3	10.0	16.8
당기순이익	-43.0	-40.2	39.6	10.6	14.6
EPS	-42.2	-48.5	72.9	16.6	16.7
안정성 (%)					
부채비율	132.7	136.4	152.3	159.0	162.5
유동비율	54.1	47.4	48.3	45.3	46.4
순차입금/자기자본(x)	61.2	70.9	80.3	81.8	86.0
영업이익/금융비용(x)	3.8	2.4	2.5	2.8	3.1
총차입금 (십억원)	4,860	5,194	6,094	6,573	7,129
순차입금 (십억원)	3,881	4,519	5,098	5,363	5,848
주당지표 (원)					
EPS	23,856	12,293	21,251	24,780	28,930
BPS	427,477	433,221	430,894	451,644	476,184
CFPS	120,245	105,774	56,249	45,795	42,672
DPS	4,000	4,500	4,500	4,900	5,200

LS 증권 리서치센터

이마트 (139480)

2025. 6. 4 | 유통

Analyst 오린아
02-3779-0053
lina.oh@ls-sec.co.kr

구조적 개선 구간 진입

구조적 개선 구간 진입

이마트의 통합 소싱 확대와 판관비 효율화가 병행되는 가운데, 할인점 중심의 체질 개선 효과가 실적에 반영되고 있다. K-IFRS 연결 기준 2Q25 매출액은 전년동기대비 1.3% 성장한 7 조 1,459 억원, 영업이익은 전년동기대비 흑전한 80 억원을 예상한다. 1Q25 할인점 기존점 신장률은 -0.6%, 통합 매입 효과로 영업이익률은 2.6% 수준을 기록했다. 올해 4 월 기존점 신장률은 -1.3%를 기록했으나, 5 월은 공휴일수가 전년동기대비 많아 좀 더 유리한 영업환경이 예상된다. 올해 1 분기 할인점의 온라인 사업 공급 내용을 제외한 실질적인 GPM 은 YoY 0.6%p 상승했고, 연간으로도 상승 추세가 전망된다. 이처럼 본업은 구조조정 효과와 통합 매입에 따른 수익성 개선이 계속해서 이어질 전망이고, 경쟁사가 기업회생 절차를 밟고 있는 만큼 기존 사업자에게는 우호적인 환경이 이어질 것이다. 트레이더스 또한 객수 신장이 지속해서 플러스를 기록하며(2024 년 +4% → 1Q25 +3%) 1)차별화 상품 및 쇼핑 경험과 2)저가 상품 수요 흡수를 증명하고 있다.

연결 자회사 중 쓱닷컴은 4 월에도 1 분기와 비슷한 흐름의 프로모션이 진행되었던 것으로 추정하지만, 향후 온라인 그로서리 사업은 앞으로 물류비용을 절감하고 동사가 차별화할 수 있는 분야에 역량을 집중하며 수익성 개선을 이끌어낼 것으로 판단한다. SCK 컴퍼니는 원두가격 및 고환율 영향이 일부 이어지겠으나 올해 여름 프리퀀시 행사가 인기를 누리고 있어 기존점 신장률 방어가 가능할 것으로 추정한다. 지마켓은 2025 년 1 분기부터 연간 약 960 억원 수준의 PPA 상각비 반영이 제외되기 시작했고, 이르면 하반기부터는 연결 실적 및 지분법으로 반영 예정이다. 신세계프라퍼티의 회계기준 변경으로 인한 부동산 관련 이익의 영업이익으로 반영 또한 긍정적이다.

투자의견 Buy 및 목표주가 105,000 원 유지

이마트에 대해 투자의견 Buy 및 목표주가 105,000 원을 유지한다. 새 정부 출범 이후 규제에 대한 내용은 지켜볼 필요가 있겠지만, 관세 영향에서 다소 자유롭고, 대형마트 경쟁 구도 완화 등 우호적인 영업환경이다. 이와 더불어 동사 자체의 체질 개선 또한 실적에 긍정적이다.

Buy (유지)

목표주가 (유지)	105,000 원
현재주가	84,600 원
상승여력	24.1 %

컨센서스 대비

상회	부합	하회

Stock Data

KOSPI (6/2)		2,698.97 pt
시가총액		23,346 억원
발행주식수		27,596 천주
52 주 최고가/최저가		93,500 / 55,500 원
90 일 일평균거래대금		183.33 억원
외국인 지분율		20.9%
배당수익률(25.12E)		2.3%
BPS(25.12E)		385,778 원
KOSPI 대비 상대수익률	1 개월	-11.4%
	6 개월	25.2%
	12 개월	35.6%
주주구성	정용진(외 5 인)	28.9%
	국민연금공단(외 1 인)	12.7%

Stock Price

Financial Data

(십억원)	매출액	영업이익	세전이익	순이익	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)
2023	29,472	-47	-212	-187	-3,326	적전	1,549	-23.0	7.3	0.2	-0.8
2024	29,021	47	-605	-573	-22,025	적지	1,675	-2.9	7.2	0.2	-5.4
2025E	29,278	477	264	214	7,950	흑전	2,057	10.9	5.5	0.2	2.0
2026E	29,872	579	385	298	10,253	29.0	2,124	8.4	5.0	0.2	2.7
2027E	31,373	672	477	367	12,938	26.2	2,184	6.7	4.5	0.2	3.3

자료: 이마트, LS 증권 리서치센터, K-IFRS 연결기준

LS증권 리서치센터

표5 이마트 별도 분기/연간 실적 추이 및 전망

(억원)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25E	3Q25E	4Q25E	2024	2025E	2026E
추정 실적											
총매출액	42,050	38,411	46,723	42,524	46,257	42,911	48,127	45,168	169,708	157,166	161,508
할인점	30,338	27,555	30,749	28,022	30,422	27,831	31,456	29,815	116,664	119,524	121,945
트레이더스	9,157	8,326	9,652	8,360	9,667	8,859	10,154	8,962	35,495	37,642	39,562
전문점	2,535	2,510	2,623	2,527	2,604	2,588	2,733	2,656	10,195	10,581	11,139
에브리데이	-	-	3,699	3,615	3,564	3,634	3,784	3,734	7,314	14,716	15,238
영업이익	933	-212	1,228	-731	1,333	45	1,361	498	1,218	3,237	3,377
할인점	510	-547	705	-867	778	-445	818	298	-199	1,449	1,455
트레이더스	308	220	344	52	426	319	355	63	924	1,163	1,208
전문점	108	109	109	56	69	111	109	106	382	396	471
에브리데이	-	-	63	20	55	55	68	22	83	200	212
성장성(%)											
총매출액	2.3%	-2.5%	5.3%	4.6%	10.0%	11.7%	3.0%	6.2%	2.5%	-7.4%	2.8%
할인점	0.6%	-3.7%	-4.4%	-6.4%	0.3%	1.0%	2.3%	6.4%	-3.5%	2.5%	2.0%
트레이더스	11.9%	3.9%	2.3%	3.3%	5.6%	6.4%	5.2%	7.2%	5.2%	6.0%	5.1%
전문점	-7.2%	-9.1%	-5.9%	-2.6%	2.7%	3.1%	4.2%	5.1%	-6.2%	3.8%	5.3%
에브리데이	-	-	-	-	-	-	2.3%	3.3%	-	101.2%	3.5%
영업이익	45.1%	-17.8%	11.4%	-281.8%	42.9%	적지	10.8%	흑전	-35.5%	165.7%	4.3%
할인점	6.9%	9.6%	-9.5%	-601.2%	52.5%	적지	16.0%	흑전	적전	흑전	0.4%
트레이더스	266.7%	63.0%	48.3%	-59.7%	38.3%	45.0%	3.3%	20.6%	59.3%	25.9%	3.9%
전문점	흑전	흑전	흑전	흑전	-36.1%	2.1%	0.3%	89.7%	흑전	3.6%	18.9%
에브리데이	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	8.1%	12.0%	0.0%	141.0%	6.0%
수익성(%)											
영업이익률	2.2%	-0.6%	2.6%	-1.7%	2.9%	0.1%	2.8%	1.1%	0.7%	2.1%	2.1%
할인점	1.7%	-2.0%	2.3%	-3.1%	2.6%	-1.6%	2.6%	1.0%	-0.2%	1.2%	1.2%
트레이더스	3.4%	2.6%	3.6%	0.6%	4.4%	3.6%	3.5%	0.7%	2.6%	3.1%	3.1%
전문점	4.3%	4.3%	4.2%	2.2%	4.3%	4.3%	4.0%	4.0%	3.7%	3.7%	4.2%
에브리데이	-	-	1.7%	0.6%	1.1%	1.5%	1.8%	0.6%	1.1%	1.4%	1.4%

자료: 이마트, LS증권 리서치센터

LS증권 리서치

표6 이마트 연결 기준 분기/연간 실적 추이 및 전망

(억원)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25E	3Q25E	4Q25E	2024	2025E	2026E
추정 실적											
연결 매출액	72,067	70,560	75,085	72,497	72,189	71,459	75,616	73,517	290,209	292,781	298,721
이마트(본사)	38,465	31,497	37,378	34,019	37,006	34,329	40,427	37,941	141,360	149,702	150,307
SSG.com	4,134	3,952	3,905	3,764	3,568	3,813	3,655	3,965	15,755	15,001	16,991
G 마켓	2,552	2,526	2,257	2,278	2,006	2,349	-	-	9,613	4,355	-
스타벅스커피코리아	7,346	7,597	7,875	8,183	7,619	7,863	8,277	8,609	31,001	32,367	34,233
신세계푸드	3,818	3,939	3,854	3,737	3,586	4,058	4,008	3,886	15,349	15,538	16,160
신세계조선호텔	1,308	1,487	1,871	1,884	1,646	1,683	2,127	2,129	6,550	7,586	8,578
이마트 24	5,114	5,654	5,677	5,185	4,658	5,253	5,393	4,874	21,630	20,178	20,985
신세계프라퍼티	781	752	780	1,388	1,040	1,011	1,005	1,083	3,701	4,139	4,428
신세계 I&C	1,571	1,448	1,441	1,797	1,721	1,650	1,650	1,850	6,257	6,871	7,050
영업이익	471	-346	1,117	-771	1,593	80	1,999	1,097	471	4,769	5,790
SSG.com	-139	-169	-165	-253	-181	-167	-178	-180	-726	-706	-757
G 마켓	-85	-76	-180	-333	-121	-117	-	-	-674	-238	-
스타벅스커피코리아	327	431	664	486	351	409	695	620	1,908	2,075	2,333
신세계푸드	46	97	85	-20	79	100	88	-21	208	246	256
신세계조선호텔	54	69	194	98	18	79	157	183	415	438	683
이마트 24	-131	-27	-1	-139	-104	53	43	29	-298	21	210
신세계프라퍼티	122	7	47	598	364	172	151	195	774	882	909
신세계 I&C	71	105	57	136	107	116	116	130	370	467	494
성장성 (%)											
연결 매출액	1.0%	-3.0%	-2.6%	-1.4%	0.2%	1.3%	0.7%	1.4%	-1.5%	0.9%	2.0%
이마트(본사)	2.3%	-2.5%	5.3%	4.6%	10.0%	11.7%	3.0%	6.2%	2.5%	-7.4%	2.8%
SSG.com	-1.9%	-7.4%	-9.1%	-6.0%	-13.7%	-3.5%	-6.4%	5.3%	-6.1%	-4.8%	13.3%
G 마켓	-15.8%	-13.6%	-19.7%	-28.7%	-21.4%	-7.0%	-	-	-19.6%	-54.7%	-
스타벅스커피코리	7.6%	7.5%	3.8%	4.8%	3.7%	3.5%	5.1%	5.2%	5.8%	4.4%	5.8%
신세계조선호텔	9.5%	7.4%	27.5%	24.3%	25.8%	13.2%	13.7%	13.0%	17.8%	15.8%	13.1%
이마트 24	2.0%	-1.6%	-5.0%	-6.0%	-8.9%	-7.1%	-5.0%	-6.0%	-2.8%	-6.7%	4.0%
영업이익	245.0%	적지	43.4%	적지	238.2%	흑전	79.0%	흑전	흑전	912.5%	21.4%
영업이익률	0.7%	-0.5%	1.5%	-1.1%	2.2%	0.1%	2.6%	1.5%	0.2%	1.6%	1.9%

자료: 이마트, LS증권 리서치센터

LS증권 리서치센터

이마트 (139480)

재무상태표

(십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
유동자산	6,388	10,429	12,151	13,500	14,676
현금 및 현금성자산	1,771	1,775	2,491	2,849	3,426
매출채권 및 기타채권	1,834	1,624	2,049	2,390	2,510
재고자산	1,846	2,054	2,635	3,286	3,765
기타유동자산	937	4,976	4,976	4,976	4,976
비유동자산	27,056	23,501	23,009	22,648	22,423
관계기업투자등	2,592	3,016	3,139	3,266	3,399
유형자산	10,042	9,731	9,828	10,221	10,732
무형자산	7,761	4,096	3,891	3,696	3,512
자산총계	**33,444**	**33,931**	**35,160**	**36,148**	**37,099**
유동부채	10,374	10,804	12,058	12,691	13,214
매입채무 및 기타채무	4,364	3,657	3,839	4,799	5,519
단기금융부채	3,706	3,750	3,750	3,392	3,181
기타유동부채	2,303	3,398	4,469	4,500	4,514
비유동부채	9,236	9,942	9,554	9,677	9,812
장기금융부채	7,941	8,826	8,326	8,326	8,326
기타비유동부채	1,295	1,117	1,228	1,351	1,486
부채총계	**19,610**	**20,747**	**21,612**	**22,368**	**23,026**
지배주주지분	11,453	10,391	10,754	10,986	11,280
자본금	139	139	139	139	139
자본잉여금	4,277	4,208	4,208	4,208	4,208
이익잉여금	5,359	4,638	4,914	5,253	5,680
비지배주주지분(연결)	2,381	2,794	2,794	2,794	2,794
자본총계	**13,834**	**13,184**	**13,547**	**13,780**	**14,073**

손익계산서

(십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
매출액	**29,472**	**29,021**	**29,278**	**29,872**	**31,373**
매출원가	20,728	19,980	20,003	20,409	21,434
매출총이익	**8,744**	**9,041**	**9,275**	**9,463**	**9,939**
판매비 및 관리비	8,791	8,994	8,798	8,884	9,267
영업이익	**-47**	**47**	**477**	**579**	**672**
(EBITDA)	1,549	1,675	2,057	2,124	2,184
금융손익	-282	-468	-277	-239	-200
이자비용	418	494	460	430	399
관계기업등 투자손익	0	39	3	12	12
기타영업외손익	116	-223	64	45	5
세전계속사업이익	**-212**	**-605**	**264**	**385**	**477**
계속사업법인세비용	-25	-32	53	99	122
계속사업이익	-187	-573	211	286	355
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	**-187**	**-573**	**214**	**298**	**367**
지배주주	-89	-590	222	286	361
총포괄이익	**-197**	**-209**	**214**	**298**	**367**
매출총이익률 (%)	30	31	32	32	32
영업이익률 (%)	0	0.2	1.6	1.9	2.1
EBITDA 마진률 (%)	5	6	7	7	7
당기순이익률 (%)	-0.6	-2.0	0.7	1.0	1.2
ROA (%)	-0.3	-1.8	0.6	0.8	1.0
ROE (%)	-0.8	-5.4	2.0	2.7	3.3
ROIC (%)	-0.2	0.2	1.5	1.8	2.1

현금흐름표

(십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
영업활동 현금흐름	**1,135**	**1,460**	**1,452**	**1,413**	**1,750**
당기순이익(손실)	-187	-573	214	298	367
비현금수익비용가감	2,251	2,807	1,950	1,024	1,127
유형자산감가상각비	1,362	1,382	1,346	1,322	1,299
무형자산상각비	234	246	234	223	213
기타현금수익비용	524	1,089	370	-522	-385
영업활동 자산부채변동	-353	-372	-711	91	256
매출채권 감소(증가)	-215	-2	-425	-340	-120
재고자산 감소(증가)	41	-210	-581	-651	-479
매입채무 증가(감소)	-160	-51	183	960	720
기타자산, 부채변동	-19	-110	112	123	135
투자활동 현금	**-809**	**-892**	**-943**	**-667**	**-689**
유형자산처분(취득)	-604	-626	-500	-300	-300
무형자산 감소(증가)	-60	-27	-46	-46	-46
투자자산 감소(증가)	163	291	-146	-152	-158
기타투자활동	-309	-530	-251	-169	-185
재무활동 현금	**176**	**-153**	**206**	**-388**	**-483**
차입금의 증가(감소)	-8	106	500	0	0
자본의 증가(감소)	-146	-172	-54	-54	-67
배당금의 지급	-146	-172	54	54	67
기타재무활동	331	-88	-240	-334	-416
현금의 증가	**502**	**4**	**715**	**358**	**577**
기초현금	1,269	1,771	1,775	2,491	2,849
기말현금	1,771	1,775	2,491	2,849	3,426

자료: 이마트, LS 증권 리서치센터

주요 투자지표

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
투자지표 (x)					
P/E	(23.0)	(2.9)	10.9	8.4	6.7
P/B	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2
EV/EBITDA	7.3	7.2	5.5	5.0	4.5
P/CF	1.0	0.8	1.1	1.8	1.6
배당수익률 (%)	2.6	3.2	2.3	2.9	3.1
성장성 (%)					
매출액	0.5	-1.5	0.9	2.0	5.0
영업이익	적전	흑전	912.5	21.4	16.1
세전이익	적전	적지	흑전	45.9	24.0
당기순이익	적전	적지	흑전	39.4	23.2
EPS	적전	적지	흑전	29.0	26.2
안정성 (%)					
부채비율	141.7	157.4	159.5	162.3	163.6
유동비율	61.6	96.5	100.8	106.4	111.1
순차입금/자기자본(x)	66.5	77.6	66.3	59.9	52.8
영업이익/금융비용(x)	-0.1	0.1	1.0	1.3	1.7
총차입금 (십억원)	11,647	12,575	12,075	11,717	11,506
순차입금 (십억원)	9,201	10,227	8,989	8,248	7,435
주당지표 (원)					
EPS	-3,326	-22,025	7,950	10,253	12,938
BPS	410,873	372,745	385,778	394,104	404,635
CFPS	74,011	80,111	77,617	47,395	53,580
DPS	2,000	2,000	2,000	2,500	2,700

LS 증권 리서치센터

현대백화점 (069960)

2025. 6. 4 | 유통

Analyst 오린아
02-3779-0053
lina.oh@ls-sec.co.kr

돋보이는 실적 안정성

모든 사업부의 실적 안정성

현대백화점은 모든 사업부의 실적 안정성이 돋보인다. K-IFRS 연결 기준 2Q25 매출액은 전년동기대비 6.3% 증가한 1 조 886 억원, 영업이익은 전년동기대비 46.2% 증가한 920 억원을 예상한다. 백화점의 워치/주얼리 카테고리 매출액이 1Q25 YoY 29% 성장했고, 4 월 +18%, 5 월 +33%로 고성장을 지속하는 것으로 추정돼 매출이 소비 심리 회복에 견고하게 반응하는 것으로 보인다. 더불어 패션 부문 성장률도 5 월 +2~3% 수준으로 플러스 전환한 것으로 파악돼 긍정적이다. 면세점은 시내점의 경쟁 완화와 공항점의 안정적인 사업 구조가 돋보인다. 올해 4 월 면세점 일평균 매출액은 77 억원 수준으로 1 분기 60 억원 대비 양호한 흐름을 이어가고 있는 것으로 추정하며, 동사는 경쟁사 대비 공항점 임대료 부담이 낮은 구조를 유지하고 있어 하반기 수익성 개선 가능성이 높다. 지누스는 지난해 출시한 스몰박스 제품의 가격 및 품질 경쟁력을 통해 트럼프발 관세 불확실성에도 불구하고 경쟁 우위를 유지하고 있다.

지누스 관세 리스크 또한 대응 가능한 이슈로 판단

백화점은 대선 이후 경기 부양책이 기대되고, 면세점 또한 효율화 작업추진을 통해 하반기 중 흑전이 가능할 것으로 전망된다. 연결 자회사 지누스의 올해 1 분기 매출액은 YoY 64.2% 증가한 2,499 억원, 영업이익은 전년동기대비 큰 폭으로 개선된 275 억원을 기록하며 연결 실적에 기여했다. 반덤핑 환급금 약 400 억원 중 167 억원이 1 분기에 반영되었고, 나머지 금액이 올해 2 분기 중 반영될 것으로 추정해 2 분기 전사 실적에 긍정적 효과가 이어질 것이다. 트럼프 정부의 상호 관세 관련해서는 기존 재고를 통해 대응한 후 판매가 인상 등을 통해 대응할 가능할 것으로 전망한다.

투자의견 Buy, 목표주가 87,000 원으로 상향

현대백화점에 대해 투자의견 Buy 를 유지하고, 목표주가는 87,000 원으로 상향한다(표 9). 현재 주가는 12MF 예상 EPS 기준 P/E 6.3 배로 밸류에이션 매력이 돋보이고 있다. 소비심리 회복에 따른 백화점 실적 개선, 면세점 효율화 및 턴어라운드와 더불어 업종 내 돋보이는 적극적인 주주환원 정책 또한 주가에 긍정적일 것으로 전망한다.

Buy (유지)

목표주가 (상향)	87,000 원
현재주가	70,700 원
상승여력	23.1 %

컨센서스 대비

상회	부합	하회

Stock Data

KOSPI (6/2)		2,698.97 pt
시가총액		15,999 억원
발행주식수		22,629 천주
52 주 최고가/최저가		72,000 / 41,650 원
90 일 일평균거래대금		46.27 억원
외국인 지분율		22.6%
배당수익률(25.12E)		2.0%
BPS(25.12E)		192,313 원
KOSPI 대비 상대수익률	1 개월	13.6%
	6 개월	46.1%
	12 개월	40.0%
주주구성	현대지에프홀딩스(외 3 인)	39.7%
	국민연금공단(외 1 인)	11.5%

Stock Price

Financial Data

(십억원)	매출액	영업이익	세전이익	순이익	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)
2023	4,207	303	42	-40	-3,650	적전	727	-14.2	5.3	0.3	-1.8
2024	4,188	284	6	-1	-1,645	적지	712	-28.7	4.7	0.2	-0.8
2025E	4,456	409	392	289	10,479	흑전	850	6.8	4.0	0.4	6.5
2026E	4,699	440	420	307	11,335	8.2	880	6.3	3.8	0.4	6.7
2027E	4,988	452	436	325	12,059	6.4	891	5.9	3.6	0.3	6.7

자료: 현대백화점, LS 증권 리서치센터, K-IFRS 연결기준

LS 증권 리서치센터

표7 현대백화점 분기/연간 실적 추이 및 전망

(억원)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25E	3Q25E	4Q25E	2024	2025E	2026E
추정 실적											
총매출액	24,320.0	24,773	24,311.0	27,203.0	25,546.0	26,124.4	25,203.5	28,314.1	100,607	105,188	112,211
순매출액	9,517.3	10,238.1	10,368.0	11,752.0	10,981.0	10,886.4	10,679.8	12,011.0	41,875	44,558	46,988
백화점	5,936.0	6,119.0	5,683.0	6,608.0	5,890.0	6,057.6	5,682.6	6,470.5	24,346	24,101	24,893
면세점	2,405.0	2,405.0	2,282.0	2,630.0	2,935.0	2,784.1	2,563.0	2,824.5	9,722	11,107	11,837
지누스	1,522.0	2,063.0	2,729.0	2,890.0	2,499.0	2,393.0	2,790.0	3,065.0	9,204	10,747	11,663
영업이익	688.6	629.6	645.9	1,077.5	1,127.0	920.3	802.6	1,238.6	2,840	4,088	4,400
백화점	1,031.0	710.0	710.0	1,138.0	972.0	725.5	764.6	1,147.7	3,589	3,610	3,890
면세점	-52.0	-39.0	-80.0	-118.0	-19.0	-23.1	-26.0	5.6	-289	-63	135
지누스	-191.0	-142.0	119.0	161.0	275.0	317.9	164.1	185.3	-53	942	775
성장률(%)											
총매출액	2.8%	-0.6%	-4.2%	-0.6%	5.0%	5.5%	3.7%	4.1%	-0.7%	4.6%	6.7%
순매출액	-13.3%	5.5%	3.2%	3.5%	15.4%	6.3%	3.0%	2.2%	-0.5%	6.4%	5.5%
영업이익	-29.6%	-16.8%	-31.3%	-7.0%	63.7%	46.2%	24.3%	14.9%	-6.4%	43.9%	7.6%
수익성(%)											
영업이익률	2.8%	2.5%	2.7%	4.0%	4.4%	3.5%	3.2%	4.4%	3.0%	3.9%	3.9%
백화점	5.8%	4.0%	4.2%	5.9%	5.4%	4.0%	4.4%	5.8%	5.0%	4.9%	5.0%
면세점	-1.0%	-0.8%	-1.7%	-2.2%	-0.3%	-0.4%	-0.5%	0.1%	-1.4%	-0.3%	0.6%
지누스	-12.5%	-6.9%	4.4%	5.6%	11.0%	13.3%	5.9%	6.0%	-0.6%	8.8%	6.6%

자료: 현대백화점, LS증권 리서치센터

주: 영업이익률은 총매출액 기준

표8 현대백화점 추정치 변경 내역

	기존		신규		Diff. (%)	
(억원)	2025E	2026E	2025E	2026E	2025E	2026E
매출액	41,875	44,594	44,558	46,988	6.4%	5.4%
영업이익	4,035	4,385	4,088	4,400	1.3%	0.3%
영업이익률	3.0%	3.8%	3.9%	3.9%	0.8%p	0.1%p
EPS(원)	10,328	11,296	10,479	11,335	1.5%	0.3%

자료: LS증권 리서치센터

표9 현대백화점 Valuation

항목	항목	비고
12MF EPS(원)	10,907	
Target Multiple(x)	8	기존 적용치(7x) 대비 상향
목표주가(원)	87,000	
현재주가(원)	70,700	
Upside	23.1%	

자료: LS증권 리서치센터

현대백화점 (069960)

재무상태표

(십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
유동자산	3,118	3,046	3,325	3,484	3,656
현금 및 현금성자산	164	126	525	592	719
매출채권 및 기타채권	1,133	1,113	980	1,034	1,097
재고자산	613	617	628	667	648
기타유동자산	1,208	1,191	1,191	1,191	1,191
비유동자산	8,595	8,172	8,281	8,415	8,576
관계기업투자등	669	152	159	165	172
유형자산	5,607	5,790	5,813	5,755	5,697
무형자산	1,281	1,222	1,393	1,490	1,594
자산총계	**11,713**	**11,218**	**11,606**	**11,899**	**12,232**
유동부채	3,447	3,288	3,420	3,539	3,681
매입채무 및 기타재무	1,336	1,355	1,442	1,520	1,614
단기금융부채	1,452	1,231	1,231	1,231	1,231
기타유동부채	659	702	747	788	836
비유동부채	1,987	1,695	1,847	1,803	1,764
장기금융부채	1,399	1,210	1,410	1,410	1,410
기타비유동부채	588	486	437	393	354
부채총계	**5,433**	**4,983**	**5,266**	**5,342**	**5,445**
지배주주지분	4,468	4,395	4,501	4,718	4,948
자본금	117	117	117	117	117
자본잉여금	612	612	612	612	612
이익잉여금	3,908	3,754	4,013	4,292	4,588
비지배주주지분(연결)	1,812	1,839	1,839	1,839	1,839
자본총계	**6,279**	**6,234**	**6,340**	**6,557**	**6,787**

손익계산서

(십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
매출액	**4,207**	**4,188**	**4,456**	**4,699**	**4,988**
매출원가	1,715	1,722	1,824	1,891	2,020
매출총이익	**2,493**	**2,465**	**2,632**	**2,807**	**2,968**
판매비 및 관리비	2,189	2,181	2,223	2,367	2,516
영업이익	**303**	**284**	**409**	**440**	**452**
(EBITDA)	727	712	850	880	891
금융손익	-57	-22	-43	-41	-39
이자비용	111	102	97	97	97
관계기업등 투자손익	0	0	0	0	0
기타영업외손익	-205	-256	26	22	23
세전계속사업이익	**42**	**6**	**392**	**420**	**436**
계속사업법인세비용	81	7	102	113	111
계속사업이익	-40	-1	289	307	325
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	**-40**	**-1**	**289**	**307**	**325**
지배주주	-80	-36	229	248	264
총포괄이익	**-36**	**10**	**289**	**307**	**325**
매출총이익률 (%)	59.2	58.9	59.1	59.7	59.5
영업이익률 (%)	7.2	6.8	9.2	9.4	9.1
EBITDA 마진률 (%)	17.3	17.0	19.1	18.7	17.9
당기순이익률 (%)	-0.9	0.0	6.5	6.5	6.5
ROA (%)	-0.7	-0.3	2.5	2.6	2.7
ROE (%)	-1.8	-0.8	6.5	6.7	6.7
ROIC (%)	-3.5	-0.4	3.7	3.9	4.0

현금흐름표

(십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
영업활동 현금흐름	**758**	**734**	**830**	**663**	**700**
당기순이익(손실)	-40	-1	289	307	325
비현금수익비용가감	826	789	381	414	366
유형자산감가상각비	358	360	377	379	381
무형자산상각비	66	68	64	61	58
기타현금수익비용	323	237	-60	-26	-73
영업활동 자산부채변동	131	90	159	-58	9
매출채권 감소(증가)	-31	77	133	-53	-64
재고자산 감소(증가)	108	18	-11	-39	19
매입채무 증가(감소)	-18	-31	87	79	94
기타자산, 부채변동	72	26	-49	-44	-39
투자활동 현금	**-595**	**-193**	**-338**	**-466**	**-469**
유형자산처분(취득)	-355	-434	-400	-400	-400
무형자산 감소(증가)	-13	-3	-1	-1	-1
투자자산 감소(증가)	-193	253	-7	-7	-7
기타투자활동	-35	-9	70	-58	-61
재무활동 현금	**-195**	**-586**	**-93**	**-130**	**-104**
차입금의 증가(감소)	-156	-516	0	0	0
자본의 증가(감소)	-41	-41	-31	-31	-33
배당금의 지급	-41	-38	31	31	33
기타재무활동	3	-28	-62	-99	-71
현금의 증가	**-31**	**-38**	**399**	**67**	**127**
기초현금	195	164	126	525	592
기말현금	164	126	525	592	719

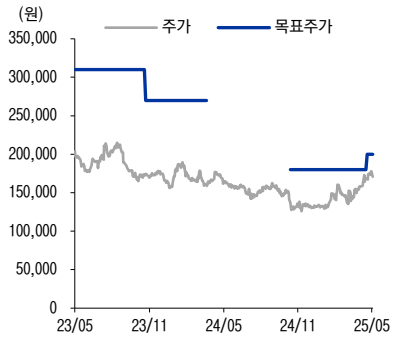
주요 투자지표

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
투자지표 (x)					
P/E	(14.2)	(28.7)	6.8	6.3	5.9
P/B	0.3	0.2	0.4	0.35	0.3
EV/EBITDA	5.3	4.7	4.0	3.8	3.6
P/CF	1.5	1.4	2.5	2.3	2.4
배당수익률 (%)	2.5	3.0	2.0	2.1	2.3
성장성 (%)					
매출액	-16.1	-0.5	6.4	5.5	6.2
영업이익	-5.4	-6.4	43.9	7.6	2.7
세전이익	-83.1	-85.3	6,318.3	7.3	3.7
당기순이익	적전	적지	흑전	6.0	5.9
EPS	적전	적지	흑전	8.2	6.4
안정성 (%)					
부채비율	86.5	79.9	83.1	81.5	80.2
유동비율	90.4	92.6	97.2	98.4	99.3
순차입금/자기자본(x)	41.6	36.9	33.1	31.0	28.0
영업이익/금융비용(x)	2.7	2.8	4.2	4.6	4.7
총차입금 (십억원)	2,850	2,441	2,641	2,641	2,641
순차입금 (십억원)	2,609	2,298	2,098	2,030	1,902
주당지표 (원)					
EPS	-3,650	-1,645	10,479	11,335	12,059
BPS	190,900	194,238	192,313	201,591	211,452
CFPS	33,584	34,850	28,653	30,782	29,516
DPS	1,300	1,400	1,400	1,500	1,600

자료: 현대백화점, LS 증권 리서치센터

LS 증권 리서치센터

신세계 목표주가 추이



투자의견 변동내역

일시	투자 의견	목표 가격	괴리율(%) 최고 대비	괴리율(%) 최저 대비	괴리율(%) 평균 대비
2014.09.01	변경	오린아			
2023.11.20	Buy	270,000	-29.8		-36.7
2024.04.19		커버리지 제외			-36.7
2024.11.11	신규	오린아			
2024.11.11	Buy	180,000	-4.1		-21.6
2025.05.19	Buy	200,000			

일시	투자 의견	목표 가격	괴리율(%) 최고 대비	괴리율(%) 최저 대비	괴리율(%) 평균 대비

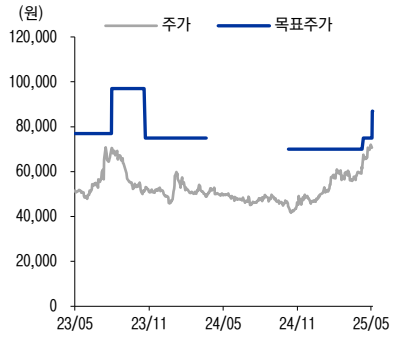
이마트 목표주가 추이

투자의견 변동내역

일시	투자 의견	목표 가격	괴리율(%) 최고 대비	괴리율(%) 최저 대비	괴리율(%) 평균 대비
2018.05.11	변경	오린아			
2023.07.10	Buy	123,000	-32.9		-36.9
2023.08.16	Buy	91,000	-3.5		-20.0
2024.04.19		커버리지 제외			
2024.10.31	신규	오린아			
2024.10.31	Buy	82,000	7.8		-13.9
2025.04.17	Buy	105,000			

일시	투자 의견	목표 가격	괴리율(%) 최고 대비	괴리율(%) 최저 대비	괴리율(%) 평균 대비

현대백화점 목표주가 추이



투자의견 변동내역

일시	투자 의견	목표 가격	괴리율(%) 최고 대비	괴리율(%) 최저 대비	괴리율(%) 평균 대비
2014.09.01	변경	오린아			
2023.07.10	Buy	77,000	-8.1		-23.2
2023.08.29	Buy	97,000	-27.2		-38.9
2023.11.20	Buy	75,000	-20.1		-31.2
2024.04.19		커버리지 제외			
2024.11.08	신규	오린아			
2024.11.08	Buy	70,000	-11.3		-25.3
2025.05.12	Buy	75,000	-4.0		-8.9
2025.06.04	Buy	87,000			

일시	투자 의견	목표 가격	괴리율(%) 최고 대비	괴리율(%) 최저 대비	괴리율(%) 평균 대비

LS증권 리서치센터

LS 증권 리서치센터

Compliance Notice

본 자료에 기재된 내용들은 작성자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다(작성자: 오린아).

본 자료는 고객의 증권투자를 돕기 위한 정보제공을 목적으로 제작되었습니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치본부가 신뢰할 만한 자료 및 정보를 바탕으로 작성한 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 참고자료로만 활용하시기 바라며 유가증권 투자 시 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다.
따라서 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

본 자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있으며 어떠한 경우에도 당사의 동의 없이 복제, 배포, 전송, 변형될 수 없습니다.

_ 동 자료는 제공시점 현재 기관투자가 또는 제 3 자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.

_ 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재당사에서 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.

_ 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재 당사의 조사분석 담당자 및 그 배우자 등 관련자가 보유하고 있지 않습니다.

_ 동 자료의 추천종목에 해당하는 회사는 당사와 계열회사 관계에 있지 않습니다.

투자등급 및 적용 기준

구분	투자등급 guide line (투자기간 6~12 개월)	투자등급	적용기준 (향후 12 개월)	투자의견 비율	비고
Sector (업종)	시가총액 대비 업종 비중 기준 투자등급 3 단계	Overweight (비중확대) Neutral (중립) Underweight (비중축소)			
Company (기업)	절대수익률 기준 투자등급 3 단계	Buy (매수)	+15% 이상 기대	91.7%	2018 년 10 월 25 일부터 당사 투자등급 적용기준이 기존 ±15%로 변경
		Hold (보유)	-15% ~ +15%	8.3%	
		Sell (매도)	-15% 이하 기대		
		합계		100.0%	투자의견 비율은 2024. 4. 1 ~ 2025. 3. 31 당사 리서치센터의 의견공표 종목들의 맨마지막 공표의견을 기준으로 한 투자등급별 비중임 (최근 1 년간 누적 기준. 분기별 갱신)