각개전투

2026년 유통업 연간전망

Part Ⅰ 선택적 소비: 올드머니 X 가성비
Part Ⅱ 각개전투: 2026년 유통업태별 전망
Part Ⅲ 결론 및 투자의견

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

LS증권 유통/화장품 담당 오린아 입니다.

2026년은 선택의 시대가 될 전망입니다. 소비자와 유통업체 모두 선택과 집중을 택하고 있기 때문입니다.

국내 소비자들은 최근 2~3년간 물가와 금리 스트레스를 겪는 동안 지출 축소를 넘어서 소비의 재배치를 학습했습니다.
먼저 경험 소비가 폭발적으로 늘었습니다. 중소형 브랜드가 범람하자 Legacy 유통업체들이 아닌 팝업스토어가 이를 흡수했고,
SNS가 이들을 자연스럽게 홍보해 주며 팝업스토어는 여가생활이자 문화현상으로 자리잡았습니다.
이와 더불어 다이소와 중국 이커머스 플랫폼들이 대표하는 가성비 소비 또한 여전히 강세입니다. 소비자들이 유통의 밸류체인에 대해 인지하기 시작하면서,
불필요한 마진에 대해 거부감을 갖기 시작했기 때문입니다. 흥미로운 점은 가성비가 중시되는데도 과시적 하이엔드 소비 또한 늘고 있다는 것입니다.
이처럼 때에 맞춰 선택적으로 소비하는 트렌드가 안착하고 있습니다.

유통업체들은 과거 업태 내 플레이어들 중 경쟁 우위를 점하는 전략에서 벗어나, 각개전투를 벌일 전망입니다.
백화점은 글로벌 럭셔리 업체들의 가격인상과 패션 카테고리 회복, 외국인 수요 증가 등 구조적 호황이 지속되며 가장 견고한 흐름을 보일 것으로 예상합니다.
대형마트는 홈플러스 회생 절차로 시장 재편이 시작되고 있으며, 신선식품 이커머스 부문 개선이 모든 업체들의 연결 실적 당면 과제가 될 것으로 전망됩니다.
편의점은 점포수 감소로 업체별 내실 다지기가 본격화하고 있으며, 2026년 담뱃값 인상 가능성이 구조적 업사이드로 존재합니다.
이커머스는 침투율 둔화로 성장률이 한자릿수에 머물 것으로 보입니다. 버티컬 업체들의 전략 차별화가 중요해지고 있고, 무신사의 상장에도 주목하고 있습니다.

위 전망에 따라 **산업의견**에서 **유통 확대(Overweight)를 유지**하고, **Top-picks**는 **신세계**와 **현대백화점**을 제시합니다.

오랜만에 우호적인 영업환경이 이어지는 가운데, 소비자들의 선택적 소비 또한 지속해서 나타날 전망입니다.
빠르게 변화하는 유통 산업 내에서 중장기적 기회 요인을 함께 고민하는 자료가 되었으면 좋겠습니다.

Contents

각개전투 I 2026년 유통업 연간 전망

Part I 04 선택적 소비: 올드머니 X 가성비
2026년 소비 환경 점검

Part II 10 각개전투: 2026년 유통업태별 전망
업태별 2026년 이슈 및 실적 점검

Part III 41 결론 및 투자의견
소비자와 유통업체 모두 선택과 집중
Top-picks: **신세계, 현대백화점**

Part I

선택적 소비: 올드머니 X 가성비

2026년 소비 환경 점검

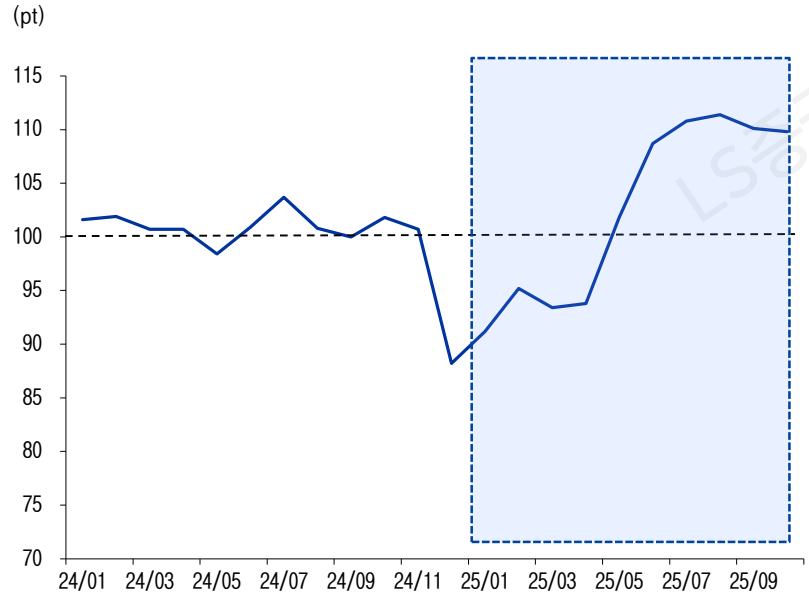
- 소비 심리 개선, 소매 판매도 바닥 통과
- 선택적 소비 심화 전망
- 가성비도 추구하지만 과시도 하고 싶다

2026년 소비 환경 점검

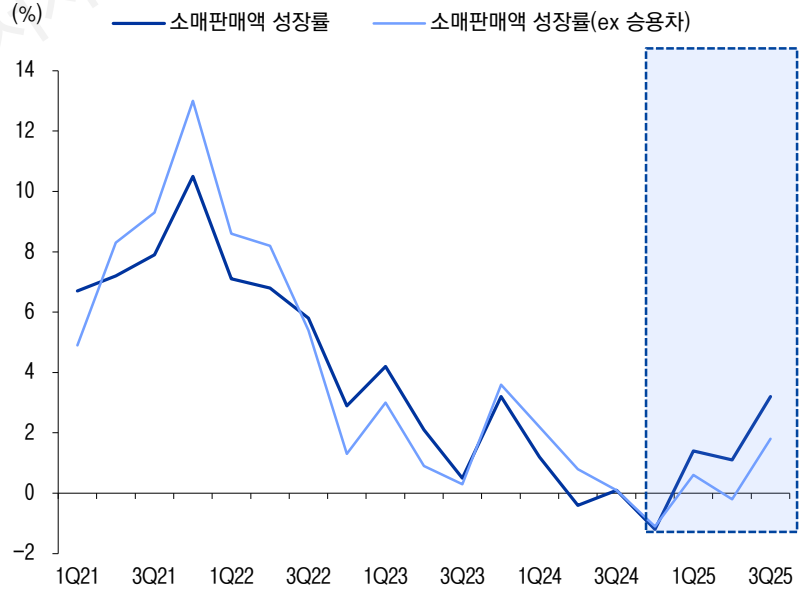
● 소비심리는 조금씩 개선, 소매판매액도 바닥 통과

- 소비자심리지수는 2024년 12월 88.2pt로 급락한 이후 계속해서 회복세: 2025년 5월 기준선 100pt를 넘어선 이후 지속해서 상단에 머무르는 중
- 소매판매액 또한 지난 해 말 바닥을 찍은 이후 상승 중: 올해 분기별 YoY 성장률은 1Q 1.4%, 2Q 1.1%, 3Q 3.2%로 계단식 상승
- 2025년 전반적인 소비 흐름은 상저하고로 양호하게 나타나고 있는 추세

소비자심리지수 추이: 2025년 크게 개선



소매판매액 추이: 바닥에서 상승 중



자료: 한국은행, KOSIS, LS증권 리서치센터

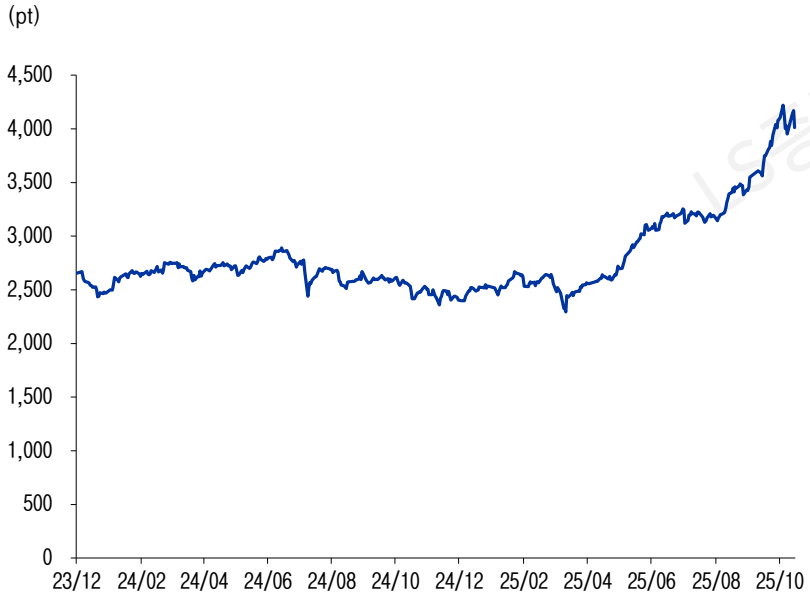
LS증권 리서치센터

2026년 소비 환경 점검

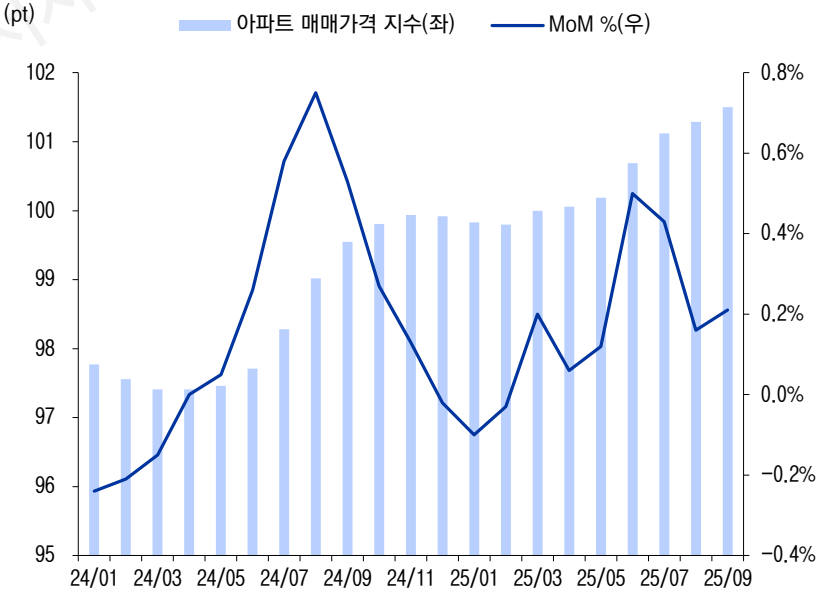
Wealth Effect 또한 기대

- 올해 들어 KOSPI 지수는 64% 상승하며 주식시장 호조에 따른 부의 효과 기대할 수 있는 구간 진입
- 10·15 부동산 대책 발표 이후 재건축 추진 단지 및 선호 단지 매물 소진으로 상승 거래 발생 → 수도권 아파트 매매 가격 지수는 꾸준히 상승
- 자산가치 회복이 소비심리 개선으로 이어지며, 향후 비필수재 소비(discretionary spending)에서도 회복세가 확산될 가능성이 높다는 판단

KOSPI는 올해 들어 64% 상승



수도권 아파트 매매 가격 지수



자료: LS증권 리서치센터

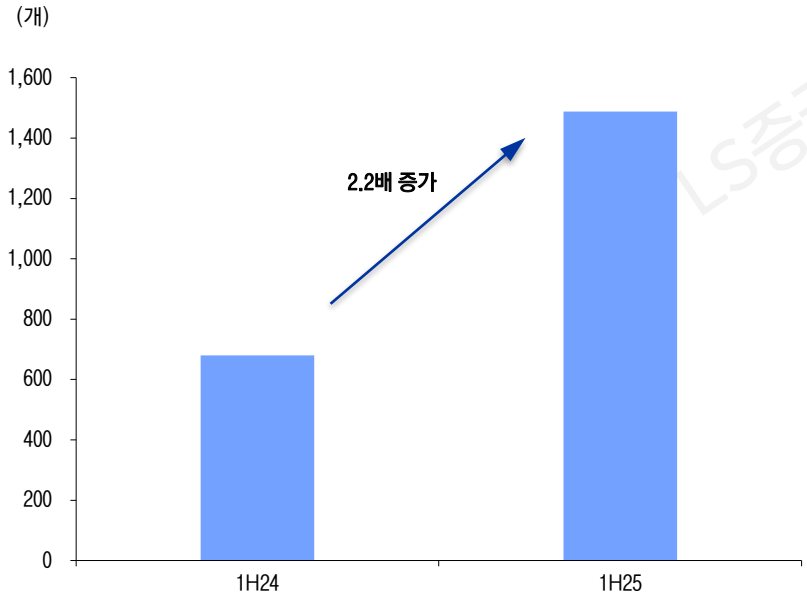
LS증권 리서치센터

선택적 소비 심화할 전망

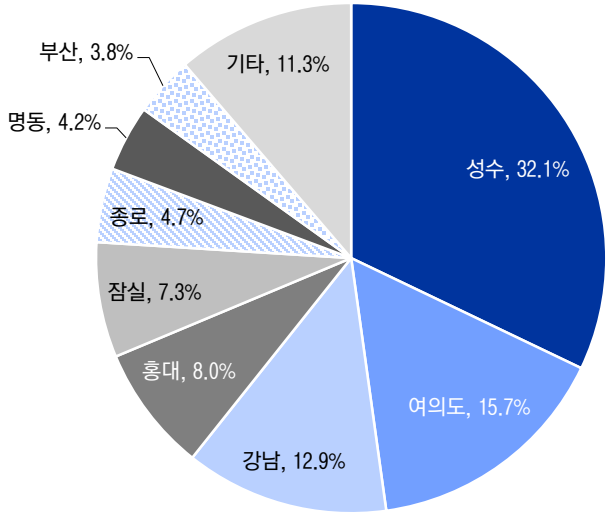
● 선택적 소비를 학습 중인 소비자

- 수년간 이어져 온 지출 축소 기조 속에서 선택적 소비는 유지되고 있음
- 합리적/양극화 소비는 **경험과 자기표현을 위한 과시성 소비 + 가격 대비 성능이 뛰어난 가성비 소비로 진화**

경험 소비: 여가활동으로 진화한 '팝업스토어'



지역별 팝업스토어 비중(1H24)



자료: 스위트스팟, LS증권 리서치센터

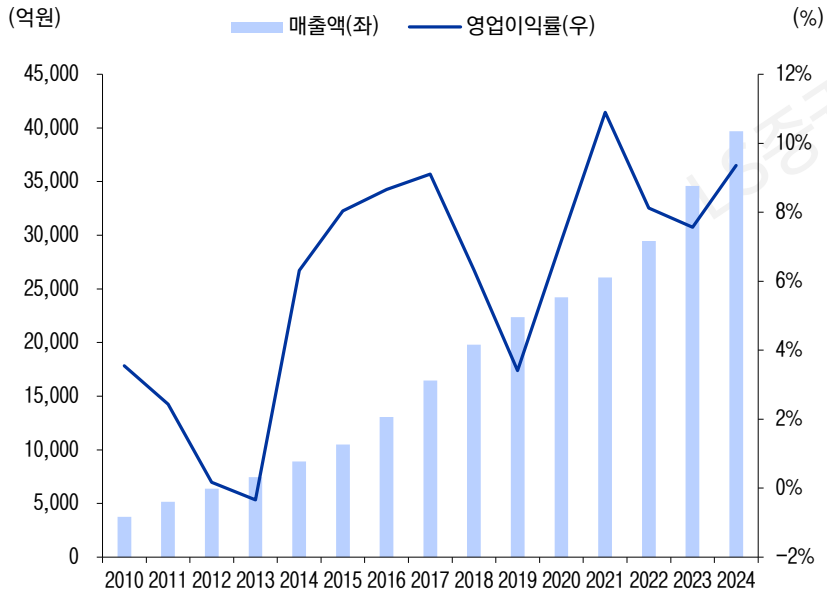
LS증권 리서치센터

선택적 소비 심화할 전망

● 가성비를 추구하지만 올드머니 과시도 하고 싶다

- 다이소, **1,000원짜리도 충분히 괜찮다는 것을 소비자들에게 학습**시키는 중: SNS를 통한 바이럴 지속
- 이와 더불어 중국 이커머스 플랫폼들의 제품들 또한 인지도 상승: **이커머스 판매 제품들의 밸류체인에 대해서 소비자들이 인지하기 시작**

다이소 연간 실적 추이



자료: 다이소, LS증권 리서치센터

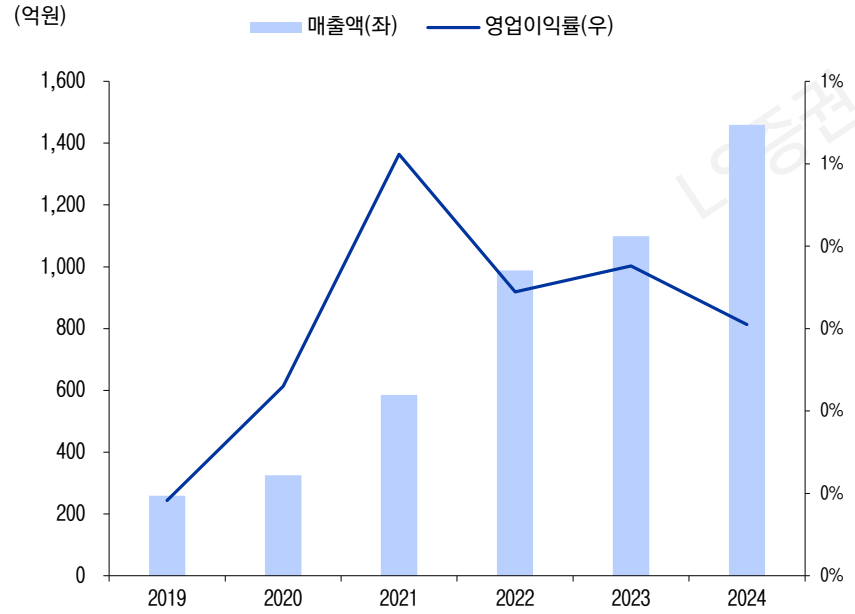
이커머스 판매 제품 밸류체인을 소비자가 인지 시작

선택적 소비 심화할 전망

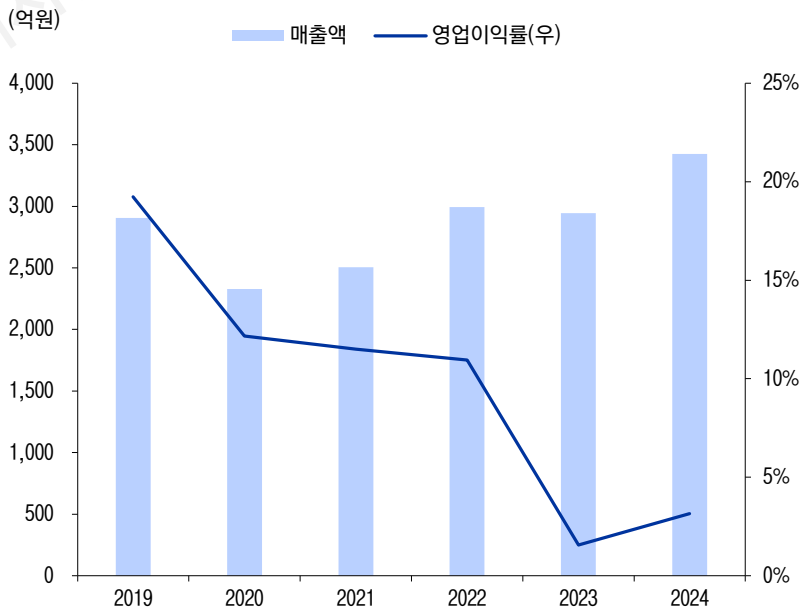
● 가성비를 추구하지만 올드머니 과시도 하고 싶다

- 가성비 추구에도 여전히 자기 표현을 위한 소비는 지속되고 있음
- 백화점의 명품 카테고리 내 보석/시계 카테고리 성장: **가방에서 한 단계 레벨업 된 럭셔리 품목의 소비를 통해 과시 욕구도 충족**하고자 함
- 이에 명품 업체들은 희소성을 위해 금값 상승, 환율 등을 이유로 계속해서 가격 인상 → 오늘이 가장 싸다는 인식 확산 → 소비를 가속화하는 흐름 반복

LVMH워치앤주얼리코리아 실적 추이



한국로렉스 실적 추이



자료: 각 사, LS증권 리서치센터

LS증권 리서치센터

Part II

각개전투:
2026년 유통업태별 전망

업태별 2026년 이슈 점검

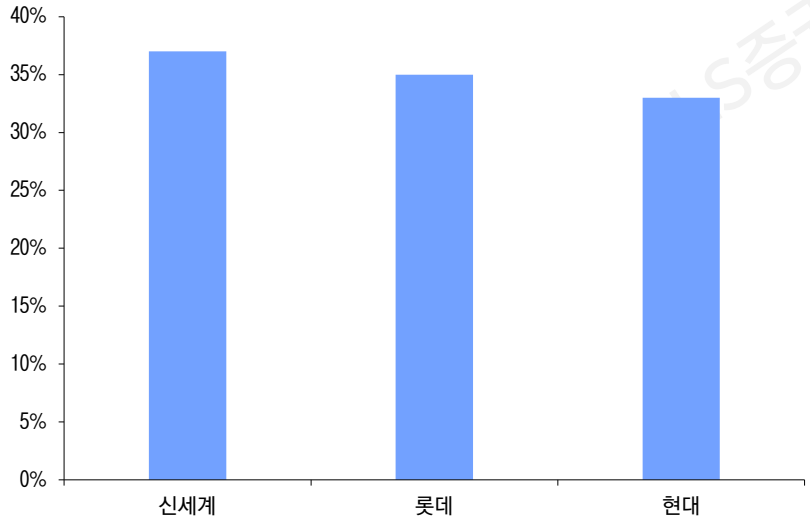
- 백화점: 추구미는 올드머니
- 대형마트: 경쟁 완화, 이커머스는 숙제
- 편의점: 구조조정 효과 기대, 담뱃값은 보너스
- 이커머스: 업계 재편, 상장 대어 대기 중
- 면세점: 구조적 하락세 전망

1. 백화점: 추구미는 올드머니

● 추구미는 올드머니

- 코로나19로 해외여행이 제한되면서 럭셔리 소비가 확대됐고, SNS를 통해 명품 접근성이 높아지며 특히 가방 중심의 럭셔리 수요가 크게 증가
- 명품의 대중화가 심화되자, '원래부터 여유가 있었다'는 이미지를 드러내기 위한 방식이 변화하며 올드머니 트렌드가 부상
- 소비자들의 명품 소비가 차별화를 위해 시계·보석 등 하이엔드 카테고리로 이동 중
- 이와 더불어 주요 럭셔리 브랜드들의 시계/보석류 가격 인상이 이어지면서 해당 수요를 강화하는 요인으로 작용

백화점 명품 주얼리/시계 매출 증가율(2025.1~8월 누계 기준)



자료: 각 사, LS증권 리서치센터

주요 주얼리/시계 브랜드 최근 3년간 가격 인상 내역

브랜드명	인상횟수	인상폭
티파니	7회	5~10%
까르띠에	7회	5~7%
불가리	7회	5~10%
롤렉스	5회	2~8%
IWC	5회	3~8%
예거 르쿨트르	5회	2~10%
부쉐론	4회	5~8%
다미아니	4회	5~10%
반클리프앤아펠	4회	3~10%
태그호이어	3회	5~10%

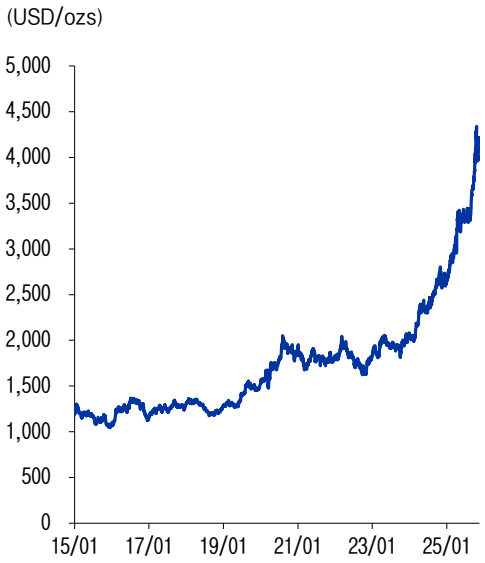
LS증권 리서치센터

1. 백화점: 추구미는 올드머니

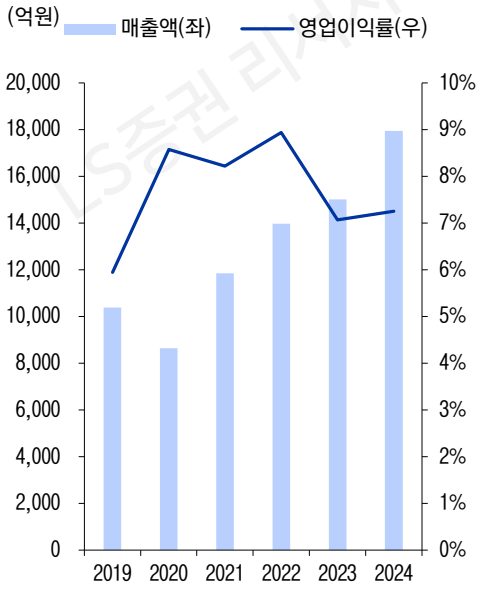
● 명품 신장률은 꾸준히 전체 신장률을 상회할 전망

- 주요 럭셔리 시계/주얼리 브랜드 업체들의 실적 또한 지속해서 상승 중이며, 금값 등 원자재 상승 및 관세 영향으로 인해 가격 인상 또한 당분간 이어질 것으로 전망
- 이에 백화점 내 명품 성장률은 꾸준히 전체 매출 신장률을 상회하는 가운데, 고마진인 패션 상품의 매출 성장률이 이익 개선에 중요한 Key로 작용할 전망

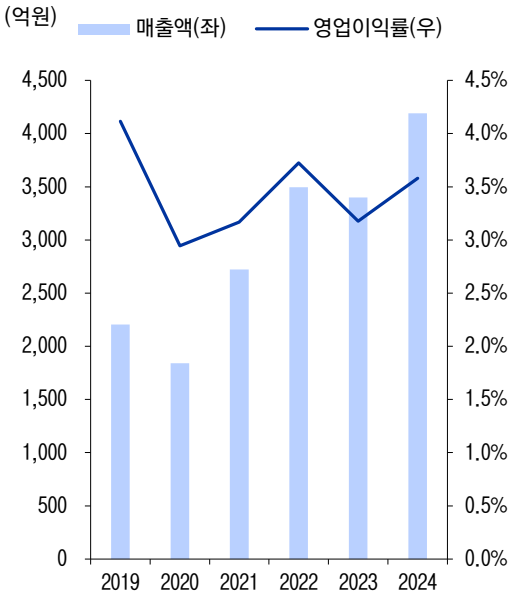
금 가격 추이



리치몬트코리아 실적 추이



불가리코리아 실적 추이



자료: Bloomberg, 각 사, LS증권 리서치센터

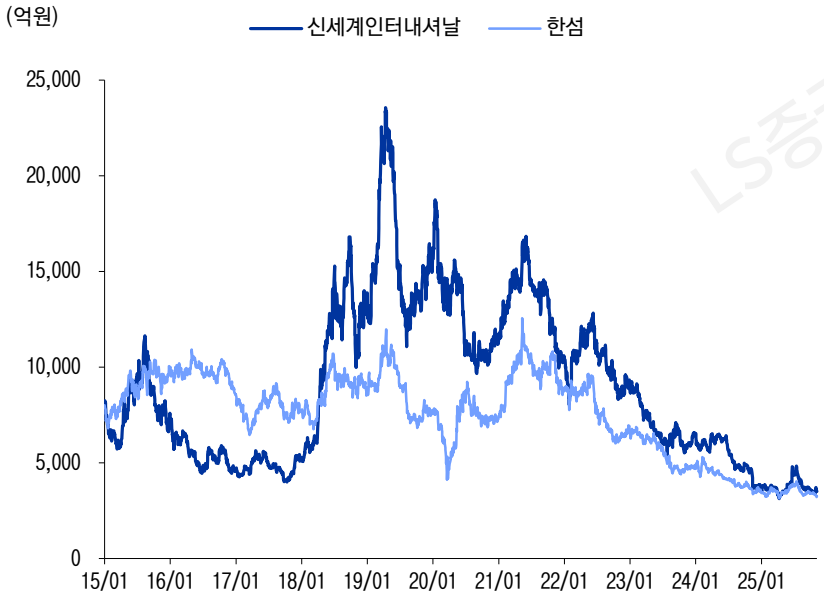
LS증권 리서치센터

1. 백화점: K디자이너 브랜드의 부상

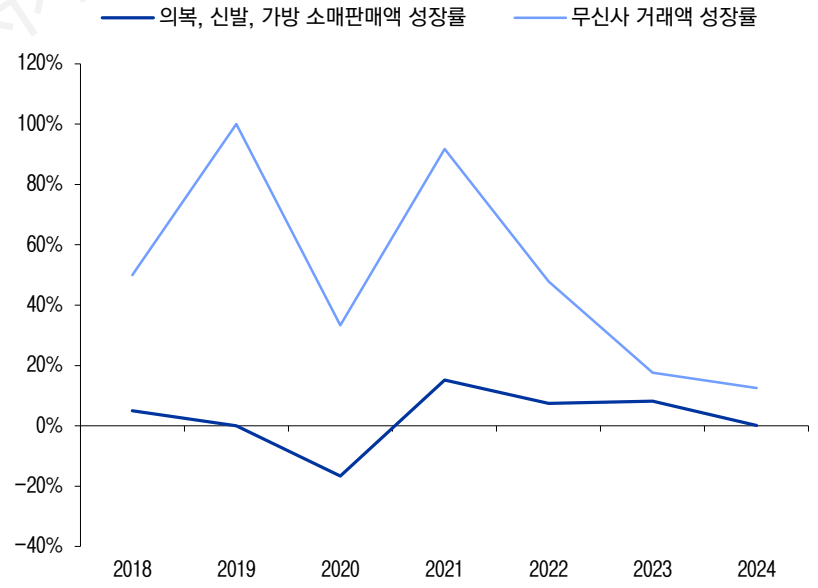
대기업 중심의 의류 브랜드는 구조적 하락세

- 브랜드의 범람과 소비자들의 합리적 소비 패턴 학습에 따라 기존 대기업 중심의 의류 브랜드들은 고전하고 있음
- 반면 전체 의복/가방/신발 소매판매액 성장률을 무신사 거래액이 상회하고 있는데, 이는 입점 브랜드들의 차별화에서 비롯된다고 판단

한섬, 신세계인터내셔날 시가총액 추이



연간 의복/가방/신발 소매판매액 성장률 vs. 무신사 거래액 성장률



자료: KOSIS, 각 사, LS증권 리서치센터

LS증권 리서치센터

1. 백화점: K디자이너 브랜드의 부상

● **패션 : 디자이너 브랜드 = 뷰티 : 인디 브랜드**

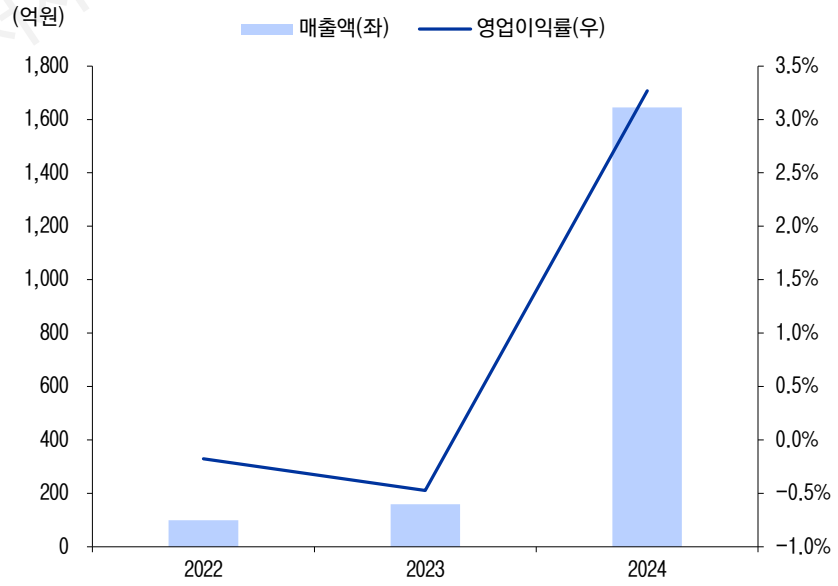
- 의류 산업 내 최근 부상하고 있는 디자이너 브랜드는 화장품 산업에서 트렌드를 이끌고 있는 인디 뷰티 브랜드와 같은 포지셔닝
- 디자이너 브랜드는 명품 대비 저렴하지만, SPA 대비 우위에 있는 Fit과 독특한 아이덴티티를 강조하며 MZ세대의 선택을 받고 있음
- 하고하우스: 마뗑킴, 드파운드 등 40여개 브랜드 운영 중이며, 브랜드 인큐베이터 역할을 통해 K-패션 디자이너 브랜드들을 레벨업 중
- 하고하우스의 2024년 매출액은 전년대비 10배 이상 성장한 1,645억원, 영업이익 흑자전환한 388억원 기록(영업이익률 3.3%)

하고하우스

	내용
기업 개요	· 2017년 설립 · 온라인 패션 쇼핑 플랫폼 HAGO 운영 · 2020년 7월 브랜드 투자 시작, 현재 개 브랜드 전개 중
투자 및 운영 브랜드	· 마뗑킴 드파운드, 르셉템버, 트리밍버드, 유니폼브릿지, 보카바카, 로우타이드, 제이청, 랭앤루, 더로켓 등 · PB상품: 로아주, 셀리테일즈, 르아보네
향후 전략	· 브랜드 단순 투자 외에도 직접 브랜드를 육성하면서 K-Fashion 성장에 따른 수혜를 함께 누릴 수 있는 전략 지속 · 브랜드 인큐베이팅을 통해 인력 투자, 글로벌 진출, 유통망 확대 · 선제적 트렌드 파악 역량 기반으로 자체 브랜드 개발·이커머스 플랫폼 운영까지 수익화 확장

자료: 하고하우스, LS증권 리서치센터

하고하우스 실적 추이



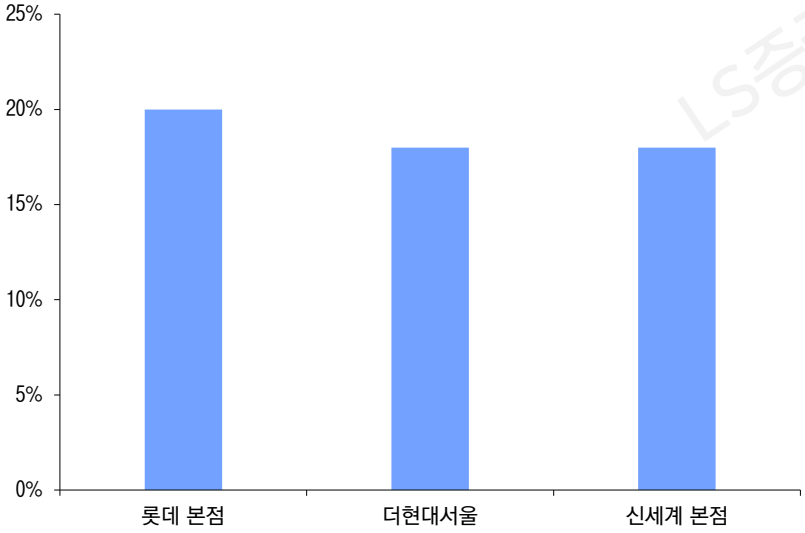
1. 백화점: 외국인 집객 요소 확보

● 외국인 매출 비중 상승 또한 긍정적

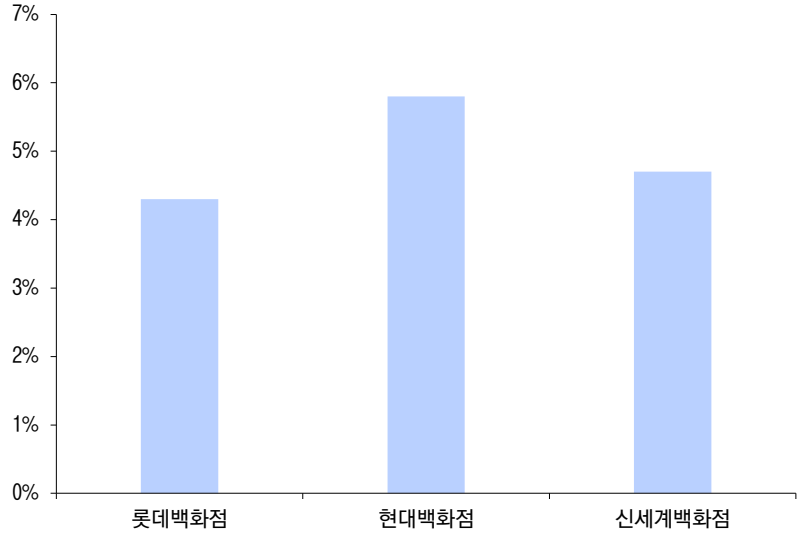
- K-콘텐츠의 확산으로 방한 외국인이 증가: 쇼핑 패턴의 변화로 백화점 내 외국인 매출 비중이 상승 중
- 주요 점포별로 편차는 있지만 대부분 명품과 패션 제품의 비중이 높으며, 더현대서울은 외국인 매출액 중 46%가 패션, 33%가 명품에서 발생하는 것으로 추정
- 공항, 기차역 등 교통 중심지 근처에 위치한 점포들의 매출 성장세 또한 양호하게 나타나는 중: 롯데 서울역 아울렛 외국인 비중 30% 이상 등

LS증권 리서치센터

백화점 주요 점포들의 외국인 매출액 구성비



백화점 전점 기준 외국인 매출액 구성비



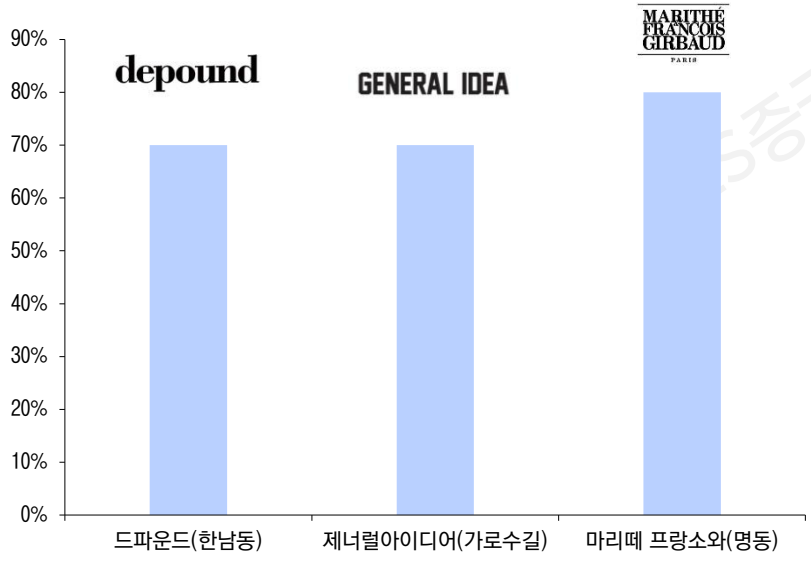
자료: 각 사, LS증권 리서치센터

1. 백화점: 외국인 집객 요소 확보

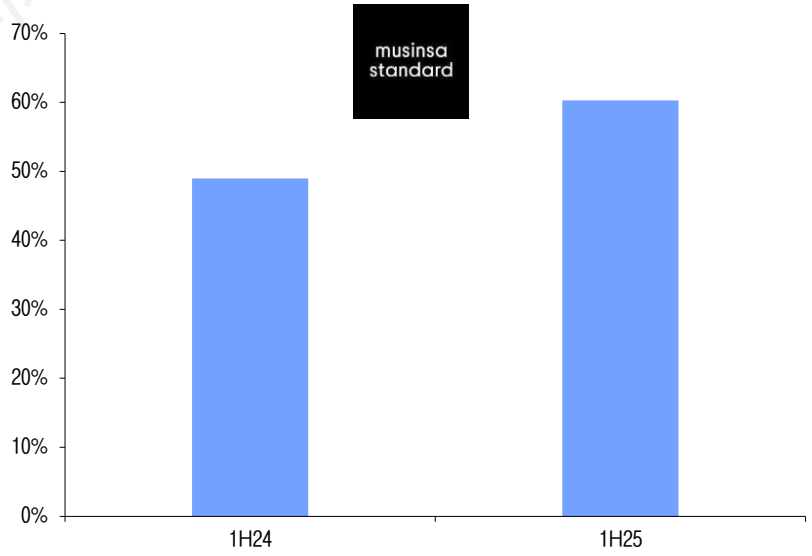
뷰티와 더불어 패션도 K-wave

- 백화점 외에도 주요 브랜드들의 로드샵 및 전문점의 외국인 매출 비중 또한 상승 중
- 화장품에서 인디 브랜드 위주의 성장세가 나타나며 올리브영이 매출 호조를 보이는 것과 마찬가지로, 패션에서는 K-디자이너 브랜드들의 선호가 두드러짐
- 드파운드, 제너럴 아이디어, 마리떼 프랑소와 저버 등 국내 디자이너 브랜드들의 주요 상권 점포 외국인 매출 구성비는 70~80% 수준

주요 K-디자이너 브랜드 외국인 매출액 구성비



무신사 스탠다드 명동점 외국인 구매 비중



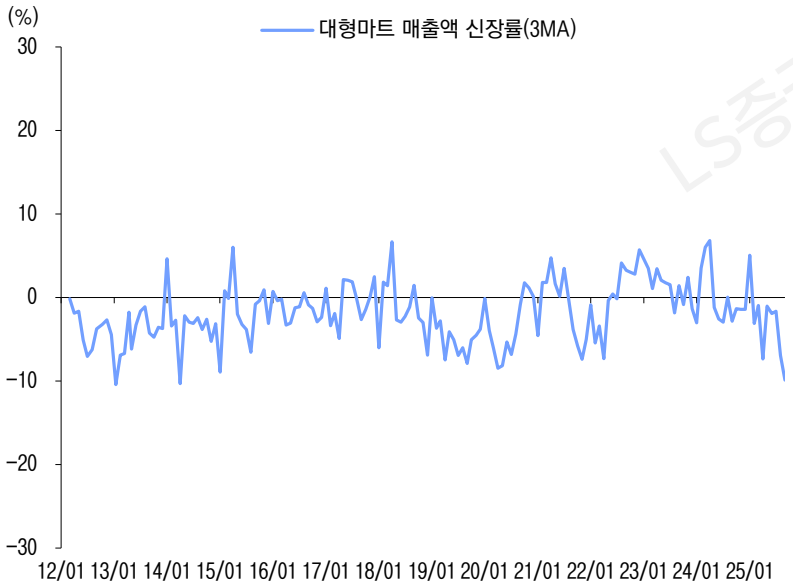
자료: 각 사, LS증권 리서치센터

2. 대형마트: 유통업 내 점유율 하락 중

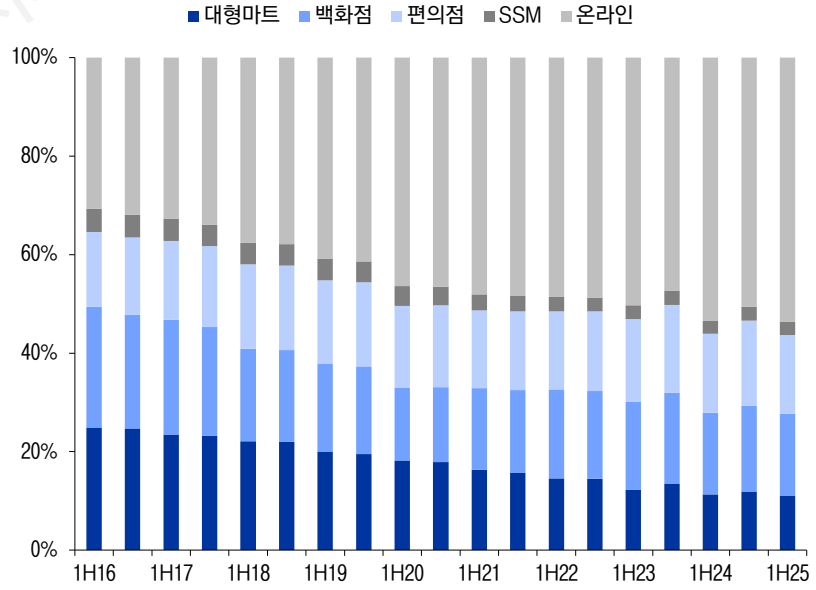
● 유통업 내 점유율 하락세

- 대형마트의 유통업 매출액 내 점유율은 2016년 24.7% 수준에서 2025년 상반기 11%까지 하락
- 강제휴무 및 온라인 침투 지속, 국민소득 상승에 따른 소비패턴 진화에 따라 대형마트는 구조적 하락세
- 점포 출점 또한 제한된 상황에서 홈플러스 회생신청 이후의 경쟁 구도 완화에 주목

대형마트 월별 매출액 신장률(3MA)



대형마트 유통업 매출액 내 점유율 추이



자료: KOSIS, LS증권 리서치센터

LS증권 리서치센터

2. 대형마트: 홈플러스 회생 진행 상황

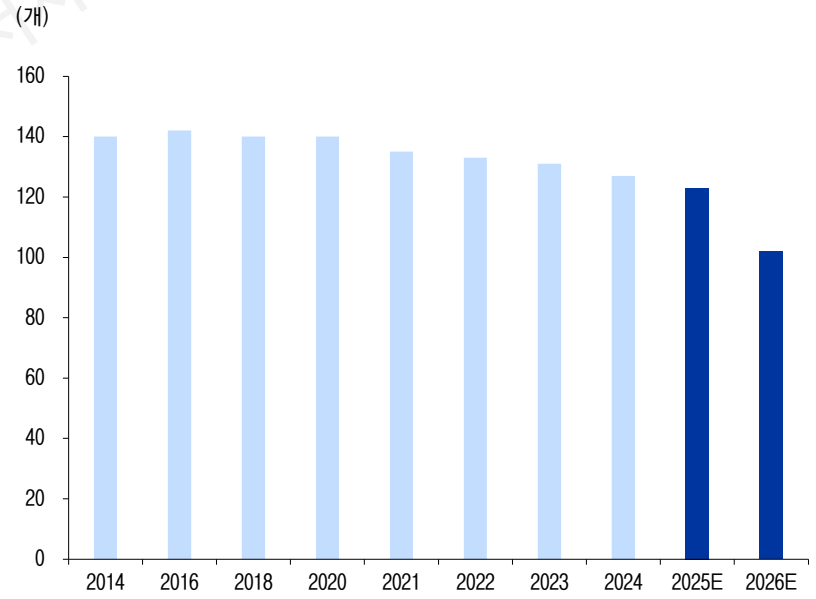
● 홈플러스 기업 회생 절차 진행 상황

- 기업회생 절차 개시 이후 전체 임대점포 68개점과 임대료 조정 진행: 이 중 41개점과 합의, 협상 미정 점포 중 2026년 5월까지 15개 점포를 순차적으로 폐점 예정
- 올해 7~8월 중 3개점 폐점한 것으로 파악되어 현재 점포수는 123개점으로 추정
- 임대료 조정과 무관하게 폐점이 결정되었던 9개 점포까지 폐점하면 점포수는 102개점 예상

홈플러스 회생 절차 주요 타임라인

	내용
1997년	· 삼성물산 유통부문, 대구 홈플러스 1호점 개점
1999년	· 영국 테스코가 삼성물산 유통부문 경영권 및 지분 인수 합작법인 '삼성테스코' 설립
2011년	· 테스코, 홈플러스 지분 100% 확보
2015년	· MBK파트너스, 컨소시엄으로 홈플러스 지분 100% 인수
2025년 3월 4일	· 기업 회생 절차 개시 결정
2025년 10월 31일	· 인수의향서 접수 마감
2025년 11월 3~21일	· 예비실사 진행
2025년 11월 26일	· 최종 입찰제안서 제출 기한
2025년 12월 29일	· 회생계획안 제출 기한

홈플러스 대형마트 점포수 추이 및 전망



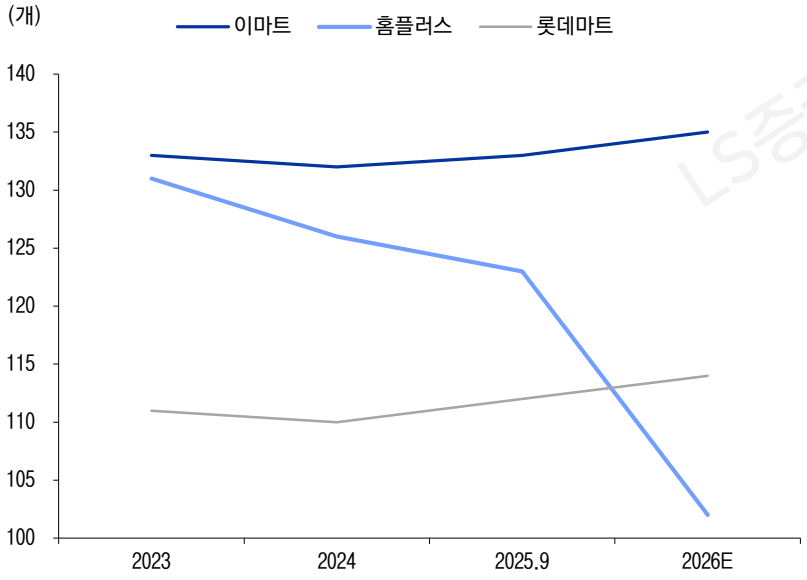
자료: 홈플러스, LS증권 리서치센터

2. 대형마트: 홈플러스 회생 진행 상황

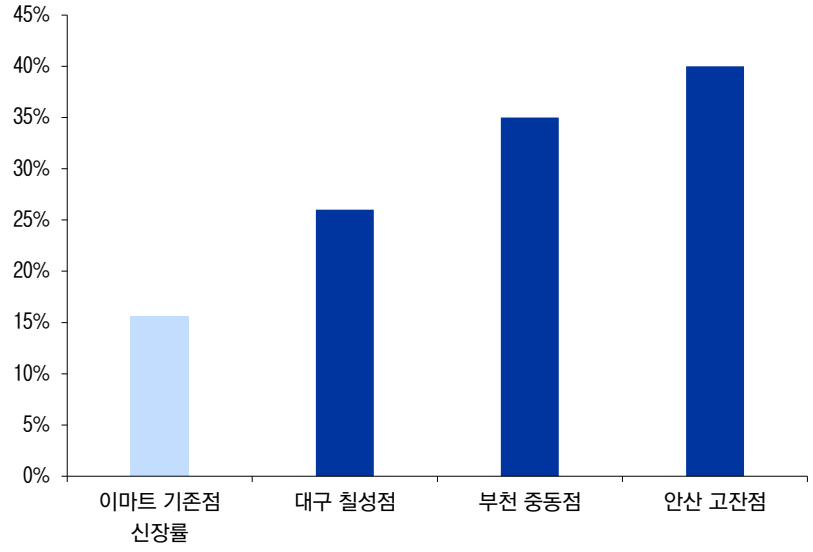
● 주변 경합점들의 성장세에 주목

- 2024년말 기준 이마트 할인점은 132개, 홈플러스 126개, 롯데마트 110개로 마감
- 홈플러스가 7~8월 진행했던 3개점 인근의 이마트 점포들의 성장세가 양호하게 나타나고 있음
- 올해 10월 이마트의 할인점 기존점 신장률은 15%를(명절 시점 차이 영향) 기록했는데, 홈플러스 폐점 지역의 점포들은 이를 상회하는 매출 신장 기록

대형마트 업체별 점포수 추이 및 전망



2025년 10월 이마트 홈플러스 폐점 지역 점포 매출 신장률



자료: 각 사, LS증권 리서치센터

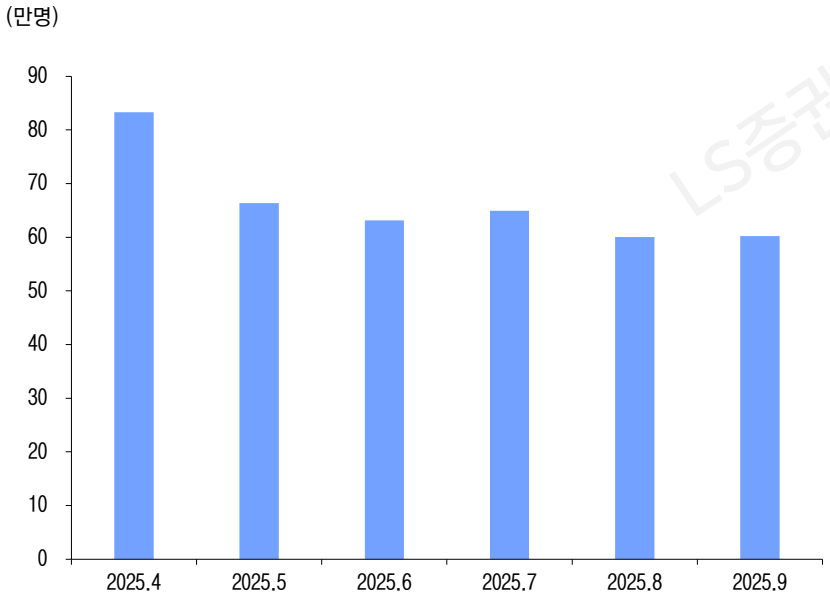
LS증권 리서치센터

2. 대형마트: 이커머스는 모두의 숙제

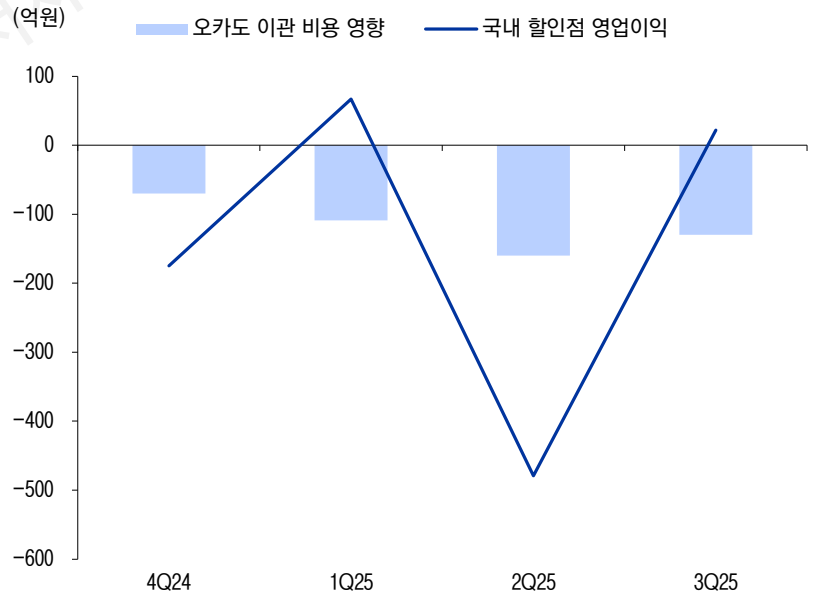
● 롯데마트: 오카도 CFC 센터 가동에 따른 비용 부담

- 롯데마트의 오카도 스마트 플랫폼이 도입된 풀필먼트 센터(CFC)는 2025년 3분기 중 건물 완공, 현재 설비를 넣는 단계로 파악
- 2026년 상반기 중 가동 시작할 것으로 예상됨: 기존 할인점 이커머스 사업의 인건비는 매출액 대비 11% → CFC 가동으로 4% 수준으로 절감 가능할 것
- 다만 단기적으론 오카도 관련 비용이 할인점 부문에 반영되면서 실적 부담 일부 존재할 것: 2024년 10월 이관 이후 3Q25 누적으로 469억원 (-) 영향

롯데마트 제타 MAU 추이



롯데마트 영업이익: 오카도 관련 비용 이관 영향 받는 중



자료: 아이지에이웍스, 롯데쇼핑, LS증권 리서치센터

LS증권 리서치센터

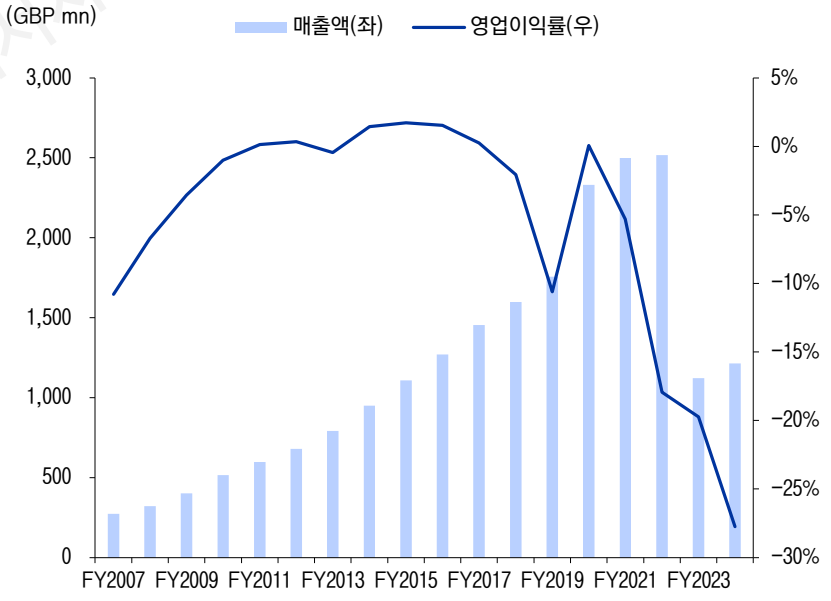
2. 대형마트: 이커머스는 모두의 숙제

● 오카도의 친구들은 누가 남았나?

- 오카도는 캐나다의 대형마트 소베이와 2018년 파트너십을 맺으며 CFC 3개를 운영 중이었으나, 2024년 6월 협업 중단
- 미국의 크로거 또한 2018년 오카도와 파트너십을 체결하면서 미국 내 20여개의 CFC 건설을 약정: 현재까지 가동 중인 CFC는 8개, 이 중 3곳은 2026년 폐쇄 예정
- 온라인 주문 밀도가 낮은 지역에서의 자동화 창고 모델은 수익성 측면에서 기대에 미치지 못했기 때문

오카도 주가 추이

오카도 실적 추이



자료: Ocado, LS증권 리서치센터

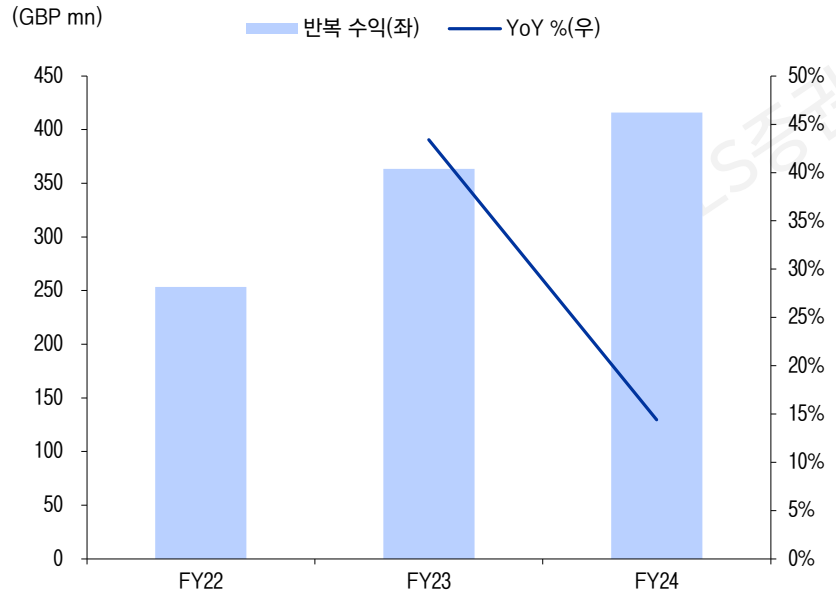
LS증권 리서치센터

2. 대형마트: 이커머스는 모두의 숙제

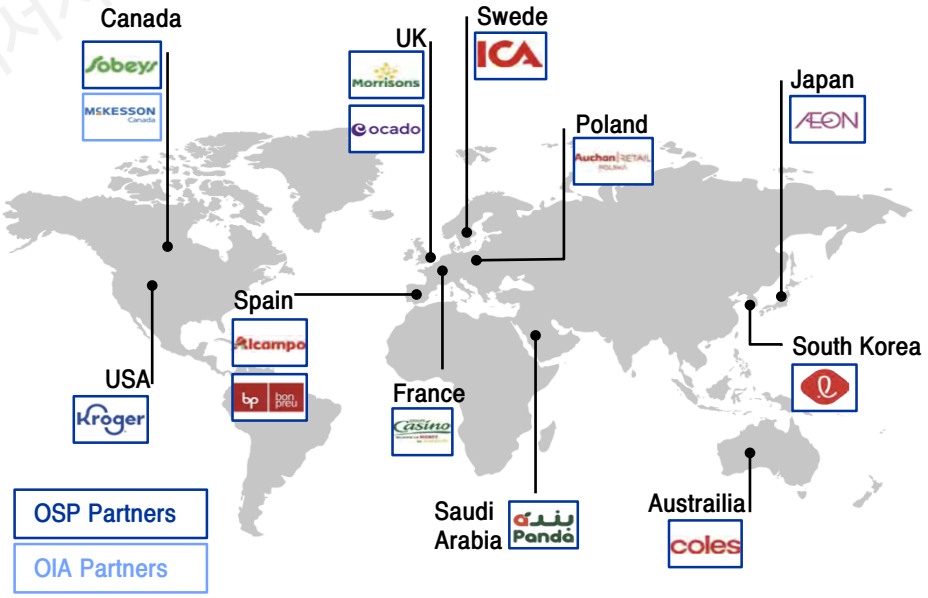
● 오카도 Recurring 매출액 성장세 둔화 중

- 반복해서 발생하는 수익 성장률 또한 파트너십의 증가세와 보폭을 함께 하지 못하는 모습
- FY2024년 기준 오카도의 가동 모듈 증가세 또한 14%를 기록하면서 계약량 대비 가동 모듈 비중이 상대적으로 떨어지고 있는 상황

오카도 솔루션: 반복 발생 수익(Recurring Capacity fee)



오카도 글로벌 파트너사 현황



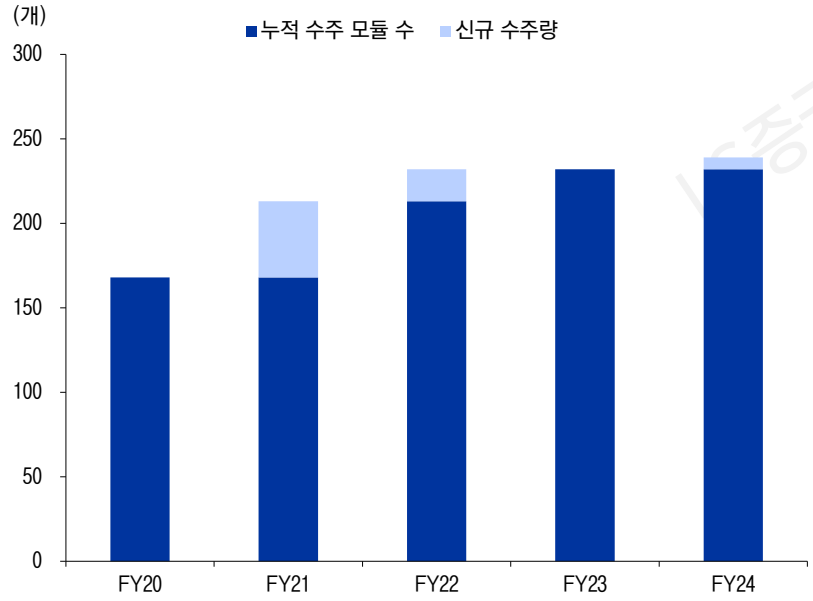
자료: Ocado, LS증권 리서치센터

2. 대형마트: 이커머스는 모두의 숙제

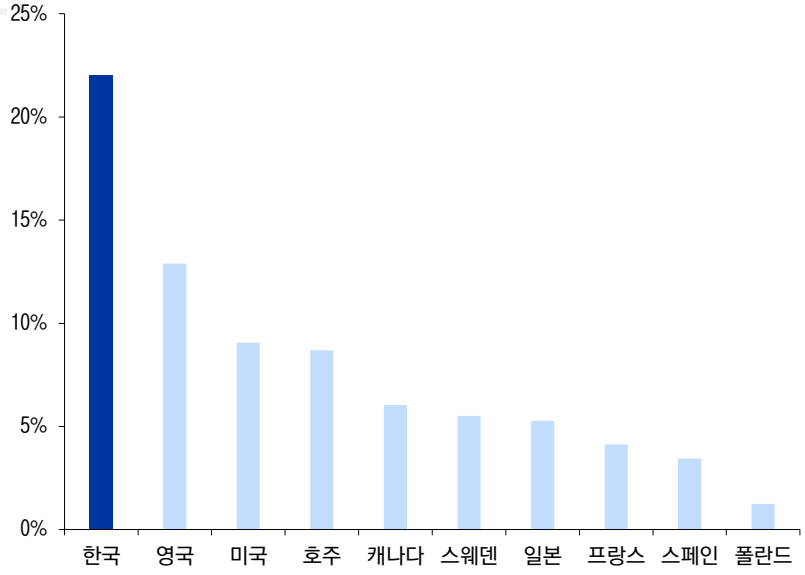
● 모듈 신규 수주량 또한 정체 중

- 오카도 스마트 플랫폼 모듈 신규 수주량은 정체 중
- 다만 온라인 장보기 침투율이 높고 라스트마일·배송 구조가 발달한 한국에서는 오카도 모델의 실효성이 더 클 수 있음
- 롯데마트가 오카도의 성공 레퍼런스가 될 가능성도 있다고 판단하며, 부산 지역 CFC의 효율 제고를 위한 충분한 주문 건수 발생이 중요할 것

오카도 모듈 신규 수주량은 대체로 정체 중



2024년 국가별 신선식품 이커머스 침투율



자료: Ocado, LS증권 리서치센터

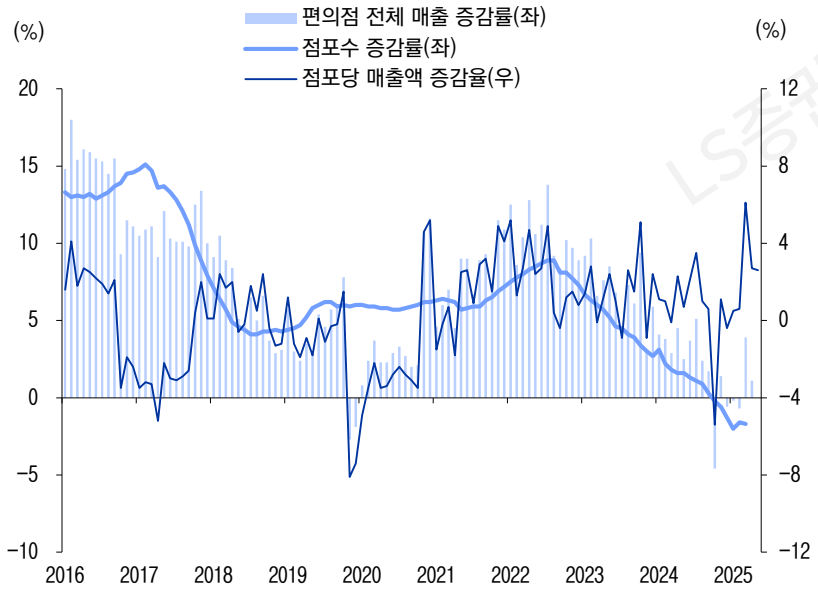
LS증권 리서치센터

3. 편의점: 구조조정 국면

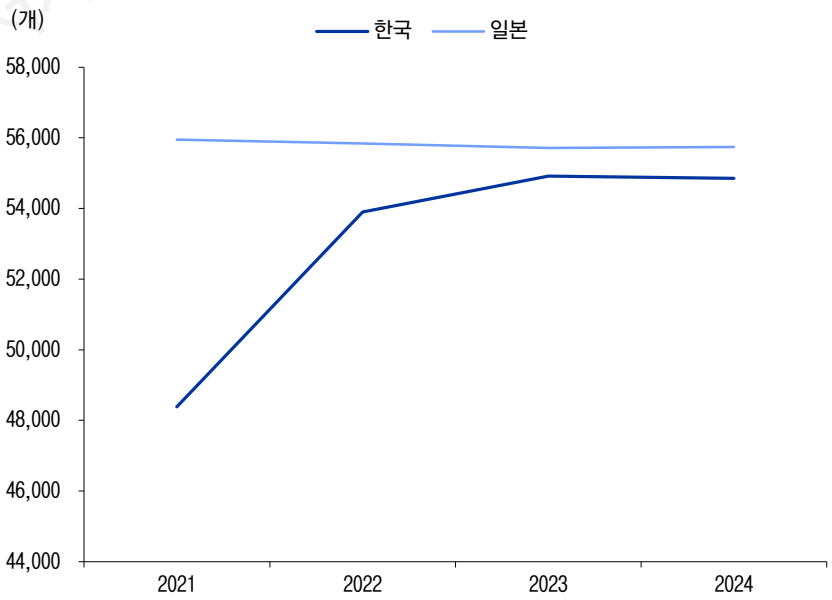
● 기존점 신장률 둔화, 신규점 출점 제한적

- 2024년 편의점 주요 4사(BGF리테일, GS리테일, 세븐일레븐, 이마트24) 점포수는 2023년 대비 68점 감소한 54,853점
- 이는 1988년 업태가 도입된 이후 처음으로 점포 수가 감소한 모습
- 2025년 주요 업체들의 점포수 순증 가이던스 또한 연초 목표 대비 하향: GS리테일 500~600점 → 250~300점, BGF리테일 700점 → 300점

편의점 점포수 증감률 및 점포당 매출 증감률



편의점 연간 점포수 추이



자료: 한국편의점협회, LS증권 리서치센터

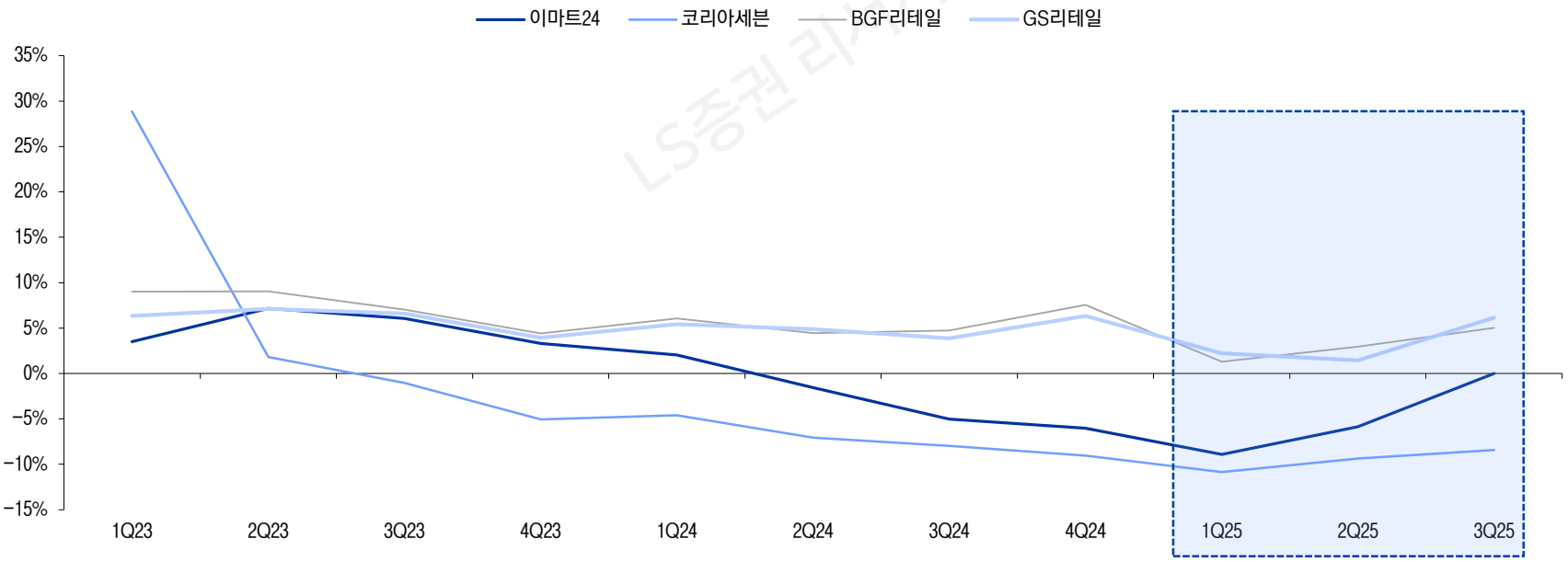
LS증권 리서치센터

3. 편의점: 구조조정 국면

Top 2 업체들의 공고한 지위 지속, 구조조정 효과 기대

- 2025년 1~3분기 GS리테일과 BGF리테일의 매출액은 신장한 반면, 세븐일레븐과 이마트24의 매출액은 하락
- 신규점포의 출점이 제한적인 가운데 기존점포 신장률이 실적에 중요한 역할을 할 것으로 전망됨

편의점 업체별 매출액 YoY 성장률



자료: 각 사, LS증권 리서치센터

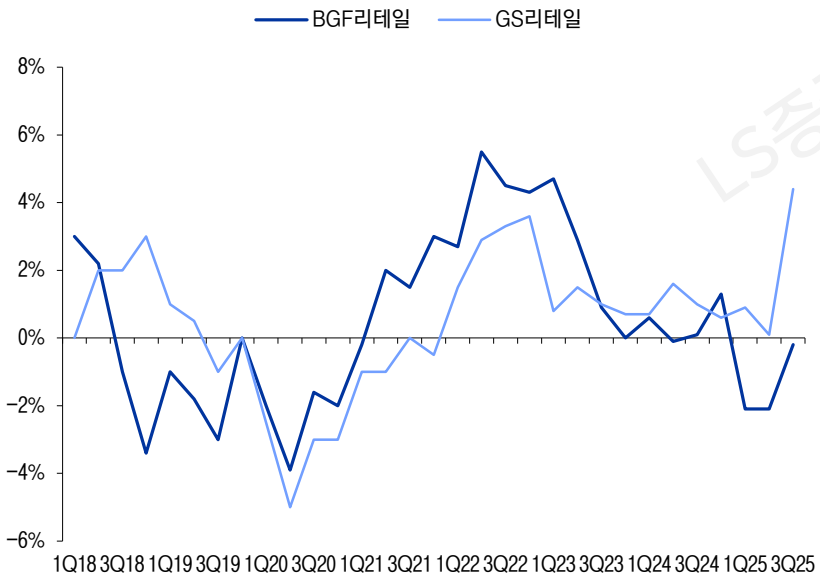
LS증권 리서치센터

3. 편의점: 구조조정 국면

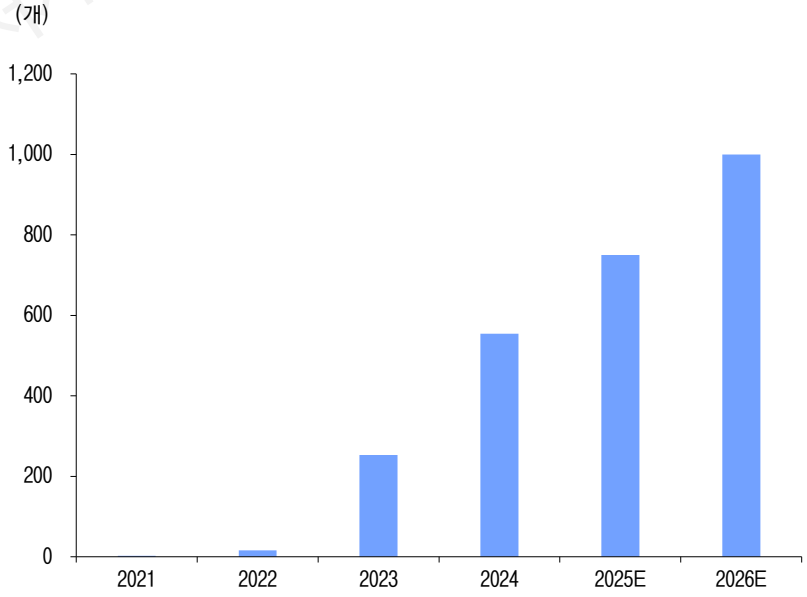
GS리테일의 기존점 신장률 회복 돋보여

- 특히 GS리테일의 Scrap & Build 전략이 유효하게 나타나며 매출 신장률 및 기존점 신장률에서 우위를 보이기 시작
- GS리테일의 신선강화매장(FCS, Fresh Concept Store) 또한 일평균 매출액이 일반 점포 대비 70~80% 높게 나타나 긍정적
- FCS 점포는 2025년 11월 기준 약 750개까지 출점되었으며, 2026년에는 1,000여개 점으로 확대될 전망

편의점 기존점 신장률 추이



GS리테일 FCS 점포 수: 2026년 1,000여개 이상으로 확장 예정



자료: 각 사, LS증권 리서치센터

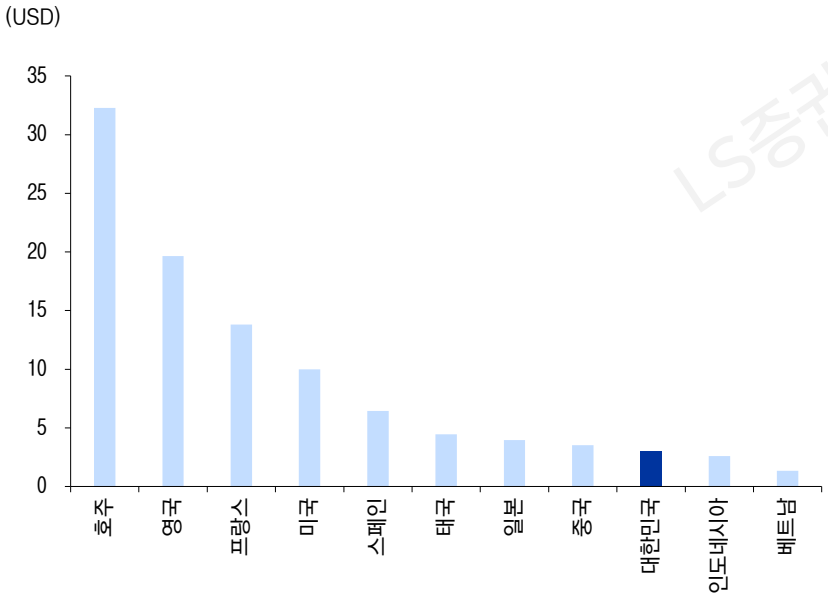
LS증권 리서치센터

3. 편의점: 담뱃값은 보너스

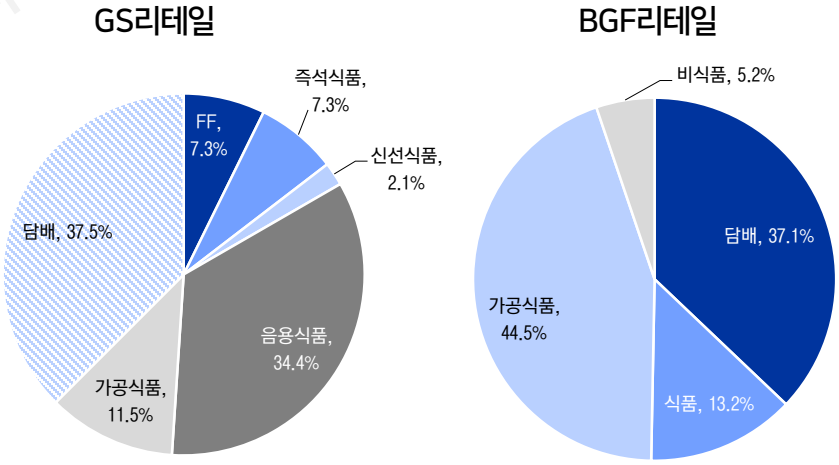
2015년 담뱃값 인상 시기 편의점 수혜 두드러져

- 현재 한국에서 판매되는 일반 궐련 한 갑 가격은 4,500원으로, OECD 국가 평균 8.54달러를 밑도는 수준
- 2004년과 2015년 이후 담뱃값 인상이 없었기 때문에, 인상 가능성이 점쳐지고 있음
- 한국보건사회연구원에 따르면 담뱃값 인상 효과에 따른 판매량 감소는 인상 직후 잠시 나타났다가 4개월 이후 기존 판매량 수준으로 회귀
- 담배 수요의 가격탄력성은 -0.42~-0.44 수준으로, 가격을 10% 올려도 판매량은 4.2~4.4% 줄어드는 데 그침

국가별 담뱃값: 한국은 OECD 평균을 밑도는 수준



편의점 점포 매출액 구성비



자료: 각 사, LS증권 리서치센터

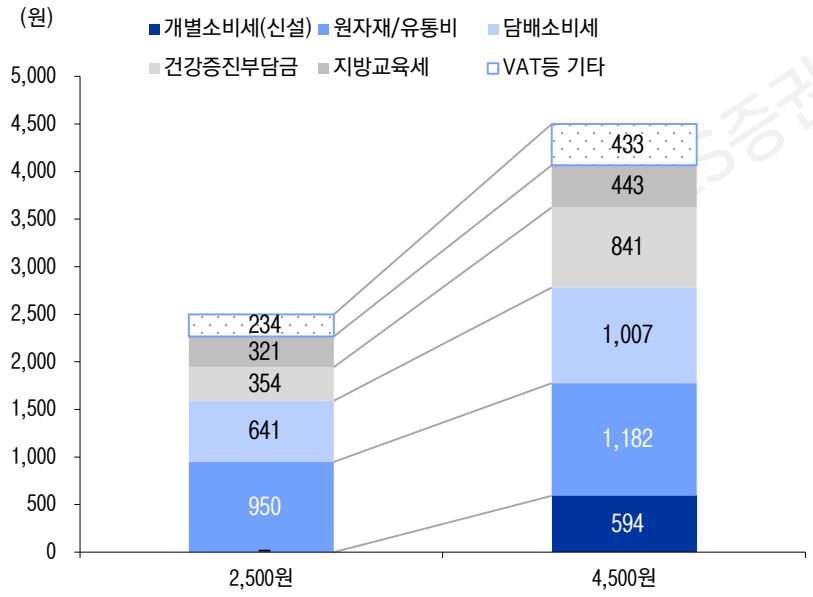
LS증권 리서치센터

3. 편의점: 담뱃값은 보너스

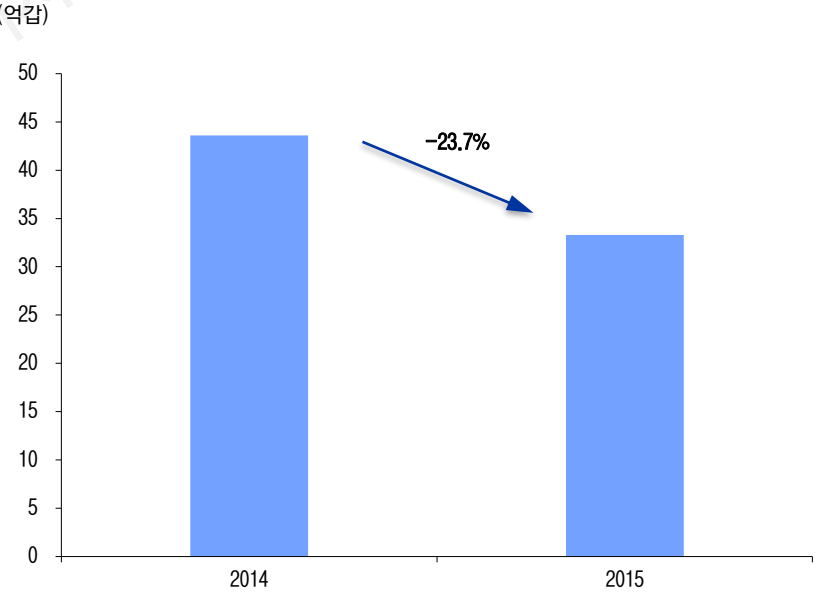
● 담뱃값 인상에 대한 기대감 또한 대두

- 2015년 담뱃값이 80% 인상되었을 시기, 편의점 업체들은 매가 상승에 따른 이익 증대 효과 + 재고 차익 수혜를 받았던 바 있음
- 담배 판매량은 2015년 전년대비 23.7% 감소했으나, 담뱃값 인상 전에 확보한 재고를 인상된 가격으로 판매하면서 이익 증가효과가 판매량 감소 대비 크게 나타났음
- 담배 발주량에 제한이 있기는 하지만, 점포수가 2015년 대비 2배 이상 증가한 것 또한 편의점 업체들의 실적에는 긍정적으로 작용할 전망

2015년 담뱃값 구조: 세금 및 부담금 1,550원 → 3,318원



2015년 담배 판매량 일시 감소



자료: 보건복지부, LS증권 리서치센터

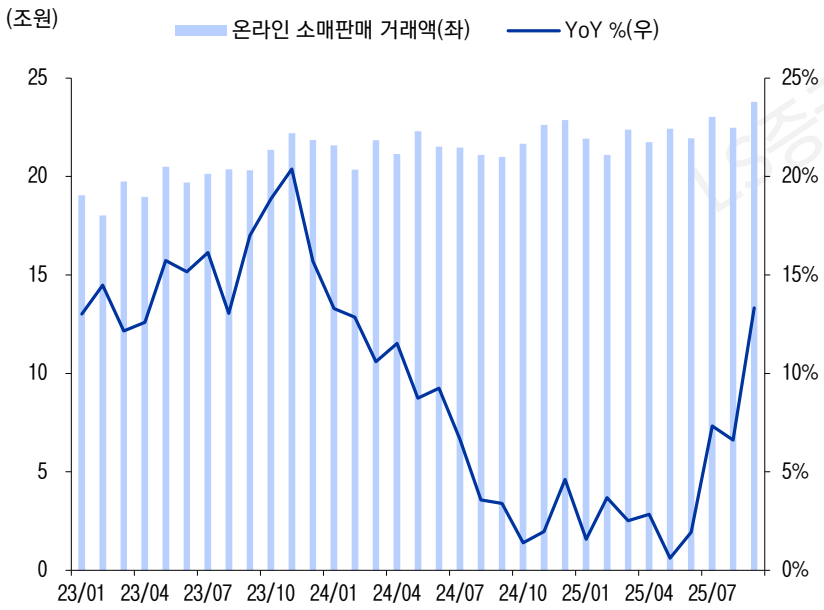
LS증권 리서치센터

4. 이커머스: 둔화 속 시장 재편

● 2026년 이커머스 성장률은 한자릿수 수준을 이어갈 것으로 전망

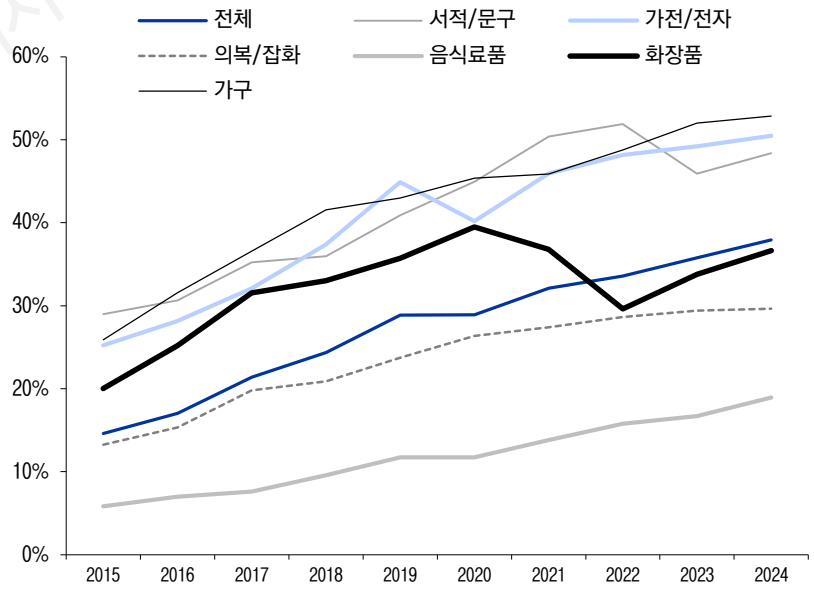
- 2025년 1~9월 누적 온라인 쇼핑 거래액은 전년동기대비 4.4% 증가한 200조원을 기록
- 온라인 침투율은 2024년 기준 37.9%로, 승용차 및 차량연료 제외 시 46.8%에 달하고 있어 침투 속도는 다소 완만해지고 있음
- 이에 2026년 또한 온라인 쇼핑 성장률은 한자릿수 수준을 이어갈 것으로 전망됨

월별 온라인 쇼핑 거래액 추이



자료: KOSIS, LS증권 리서치센터

온라인 소매판매 침투율 추이



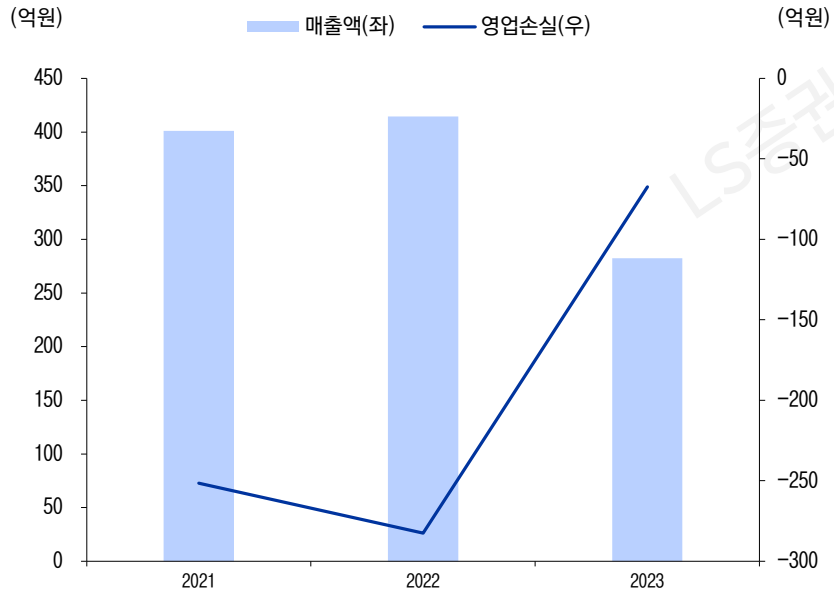
LS증권 리서치센터

4. 이커머스: 둔화 속 시장 재편

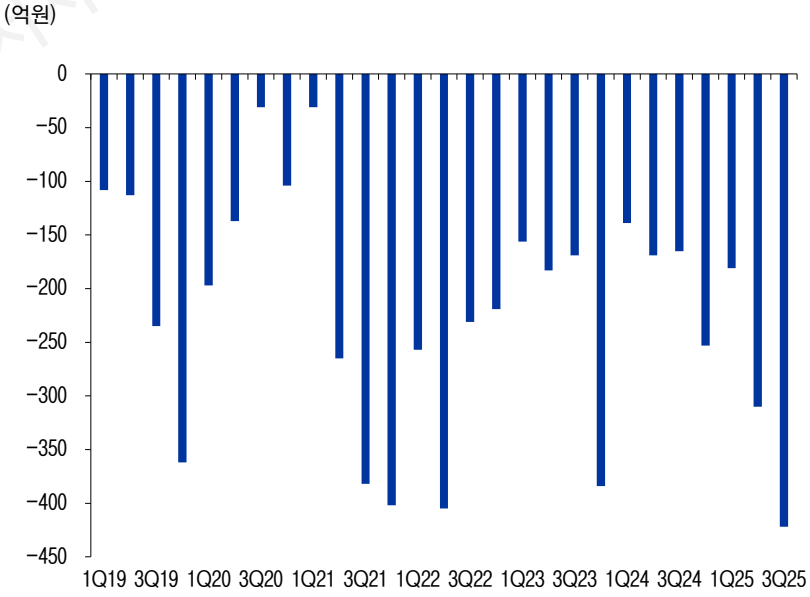
● 코로나19 이후 범람한 이커머스 플레이어, 이제는 업계 재편 중

- 정육각(+초록마을) 기업 회생 신청: 코로나19 시기 확장되었던 이커머스 업체들이 무너지기 시작
- 지마켓 X 알리바바 JV: MAU를 확보한 알리익스프레스의 공격이 본격적으로 시작될 것으로 전망
- 네이버 X 컬리: 컬리N마트 런칭 완료, 최근 대형마트들의 e-Grocery 사업이 주춤한 가운데 두 업체 모두에게 기회라는 판단

정육각 별도 기준 실적 추이



쓱닷컴 영업적자 추이



자료: 각 사, LS증권 리서치센터

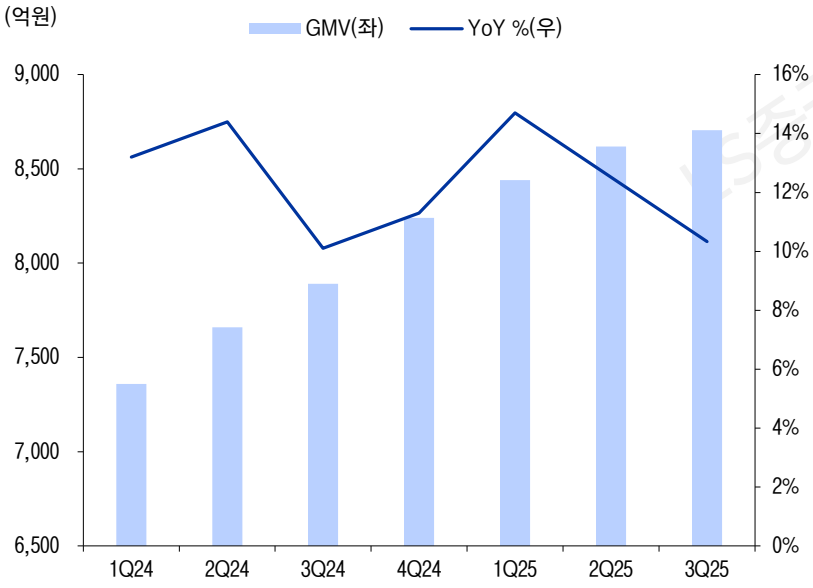
LS증권 리서치센터

4. 이커머스: 둔화 속 시장 재편

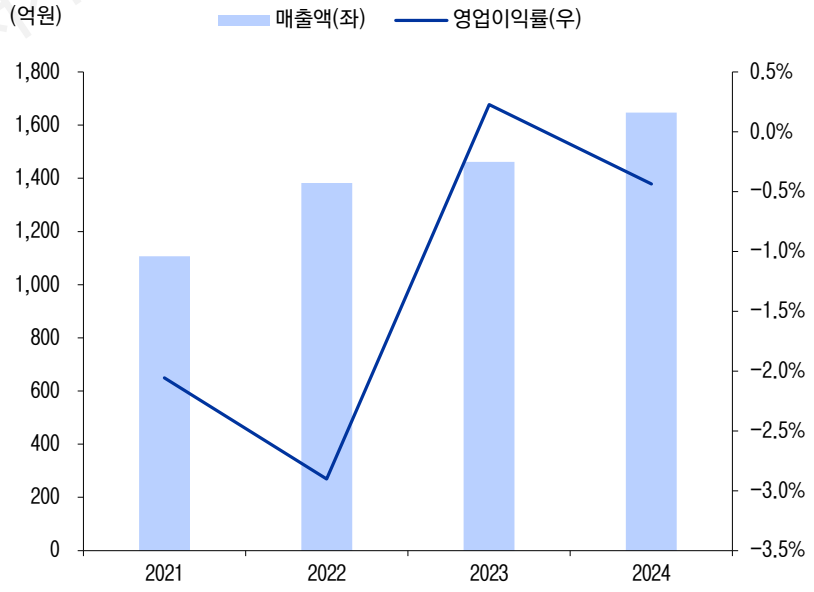
● 네이버와 컬리: 또다시 찾아온 기회를 맞이하다

- 컬리N마트: 2025년 9월 오픈, 10월 중순부터 대형 온/오프라인 프로모션 전개
- 네이버: 커머스에서 가장 중요한 30~50대 고객층을 대상으로 '네이버에서 장을 보기'를 안착시키고, 이를 통한 고객 Lock-in까지 노리는 구도로 판단
- 컬리: 기존 2인 가구, 수도권 중심, 고관여 소비 성향의 고객층과 달리, 4인 가구 및 내셔널 브랜드 선호 성향이 뚜렷한 신규 고객층을 확보 기회로 활용될 것
- 컬리넥스트마일이 네이버 풀필먼트 연합(NFA)에 입점하면서 화주 유입: N마트 런칭 이후 물동량 증가가 빠르게 나타날 것으로 예상

컬리 분기별 GMV 추이



컬리넥스트마일 실적 추이



자료: 컬리, LS증권 리서치센터

LS증권 리서치센터

4. 이커머스: 둔화 속 시장 재편

K수요 또한 흡수하며 확장 노린다

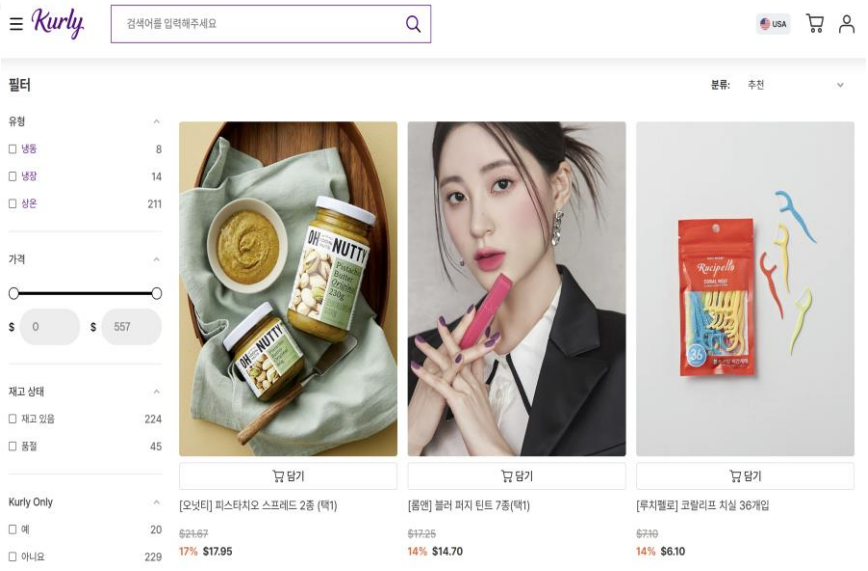
- 컬리는 미국에서 컬리USA를 런칭하며 해외 확장도 모색 중
- 한국 상품을 중심으로 미국 시장에서의 수요를 테스트하는 마켓 역할 전망
- 이를 통해 미국 소비자 반응과 데이터 축적, 향후 현지 유통망 진입 또는 국내 브랜드들의 수출 레퍼런스로 활용할 수 있을 전망

컬리 USA 배송 정책: 한국에서 국제 특송 DHL로 발송

기준 시간	당일 출고 마감 시간	월요일 출고 포함되는 주문
KST 기준 화요일 19:00 ~ 일요일 18:59 사이에 주문 상품은 월요일에 출고		
한국(KST)	전일 19:00	· 화 19:00 ~ 일 18:59 주문 건
미 서부(PDT)	오전 3:00 이전 결제	· 화 03:00 ~ 일 02:59 주문 건
미 동부(EDT)	오전 6:00 이전 결제	· 화 06:00 ~ 일 05:59 주문 건
무료 배송 기준		
냉장/냉동 상품	$179 이상 구매 시	· $179 미만 시 배송비 $24.90 부과
상온 상품	$ 99 이상 구매 시	· $99 미만 시 배송비 $12.90 부과
김치 상품	$ 119 이상 구매 시	· $119 미만 시 배송비 $24.90 부과

자료: 컬리, LS증권 리서치센터

컬리USA 판매 품목: 식품, 생활용품, 화장품 등

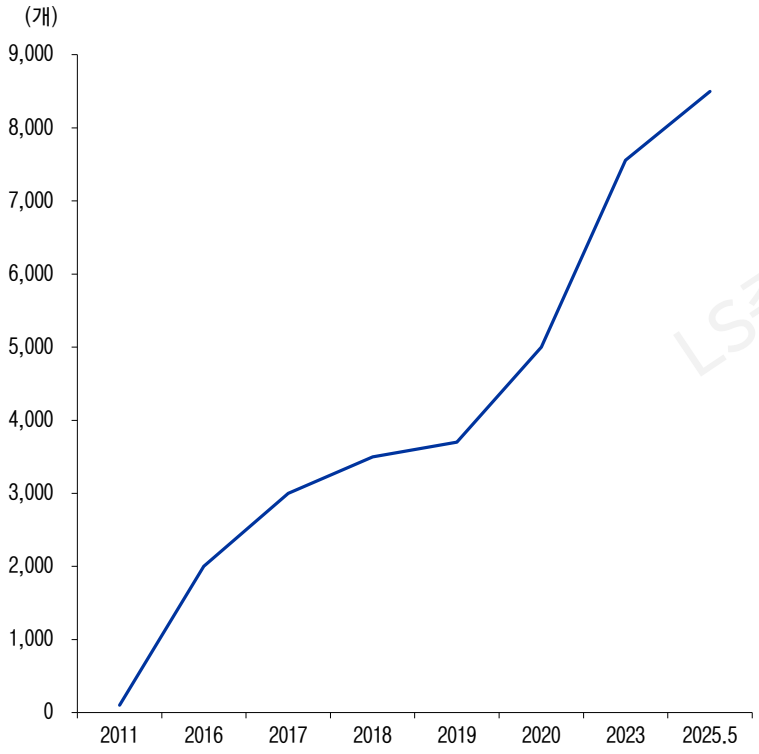


4. 이커머스: IPO 대어, 무신사

● 무신사: K-Fashion계의 올리브영

- K-Beauty에 이어 K-Fashion도 한국 컨수머 업종에서 새로운 성장 축으로 부상
- 의류 산업 내 최근 부상하고 있는 디자이너 브랜드는 화장품 산업에서 트렌드를 이끌고 있는 인디 뷰티 브랜드와 같은 포지셔닝
- 무신사의 2024년 연결 기준 거래액은 4조 5,000억원을 기록했으며, 매출액은 전년대비 25.1% 증가하며 처음으로 1조원을 넘김

무신사 입점 브랜드 수 추이



자료: 무신사, LS증권 리서치센터

디자이너 브랜드: K뷰티 인디 브랜드와 같은 포지셔닝

브랜드명	로고	특징	연간 실적(2024)
GLOWNY	GLOWNY	- 여성복 전문 디자이너 브랜드 - 다양한 셀럽들의 사복 패션으로 선택받아 유명세를 타며 MZ세대에게 큰 인기 - 국내 오프라인 매장 확대를 추진중이며, 미국/일본 등 해외 팝업스토어를 전개하며 외국인 매출도 확대 중	매출액 204억원 (+135%YoY) 영업이익 59억원 (+122%YoY)
GENERAL IDEA	GENERAL IDEA	- 지아이홀딩스의 패션 브랜드 - 올해 10월 역대 최고 월매출액 70억 돌파 - 약 15개의 오프라인 매장을 운영중이며, 점포당 월평균 매출액은 약 1.3억원에 이름 - 2026년에도 오프라인 매장 확대와 일본, 중국 등 글로벌 확장에 속도	매출액 360억원 (+51%YoY) 영업이익 35억원 (+179%YoY)
Matin Kim	Matin Kim	- 2015년 론칭한 패션 브랜드로, 2021년 하고하우스가 투자 - 미국 아마존 온라인 공식 입점, 일본·홍콩·대만·마카오·태국 등 글로벌 점포 다수 운영 - 국내 패션 브랜드 최초로 2025 APEC 정상회의 공식 협찬사로 선정	매출액 1,288억원 (+65%YoY) 영업이익 387억원 (+88%YoY)
Vunque	vunque	- 2025년 FW 시즌을 맞아 가수 겸 배우 나나를 새로운 앰배서더로 발탁 - 남성(젠더리스) 라인업 확장 - 해외 진출로는 일본을 중심으로 브랜드 인지도 강화에 주력	매출액 287억원 (-8%YoY) 영업이익 22억원 (-55%YoY)
EMIS	emis	- '일상 속 브랜드' 정체성을 바탕으로 하는 라이프스타일 패션 브랜드 - 25.04부터 자사몰 무료배송 프로모션 및 독점 제품 운영을 통해 온라인 강화 - 상하이 직영점 오픈, 도쿄 플래그십 스토어 론칭 등 글로벌 확대 추진 중	매출액 863억원 (+155%YoY) 영업이익 429억원 (+194%YoY)
WOO ALONG	WOOALONG	- 스트릿 캐주얼 브랜드로 2019~2022년 고성장 - 2025년에 들어 상품력 강화를 바탕으로 일본, 인도네시아, 대만 등으로 해외 진출 시도 - 브랜드 가치 제고를 위해 프리미엄 데일리웨어 브랜드로 리브랜딩 단행	매출액 108억원 (-11%YoY) 영업이익 11억원 (-34%YoY)
LOW CLASSIC	LOW CLASSIC	- 2009년에 론칭한 컨템포러리 디자이너 브랜드 - 성수동을 중심으로 MZ세대 대상 오프라인 경험 마케팅 전략 강화 중	매출액 237억원 (+41%YoY) 영업이익 26억원 (+42%YoY)

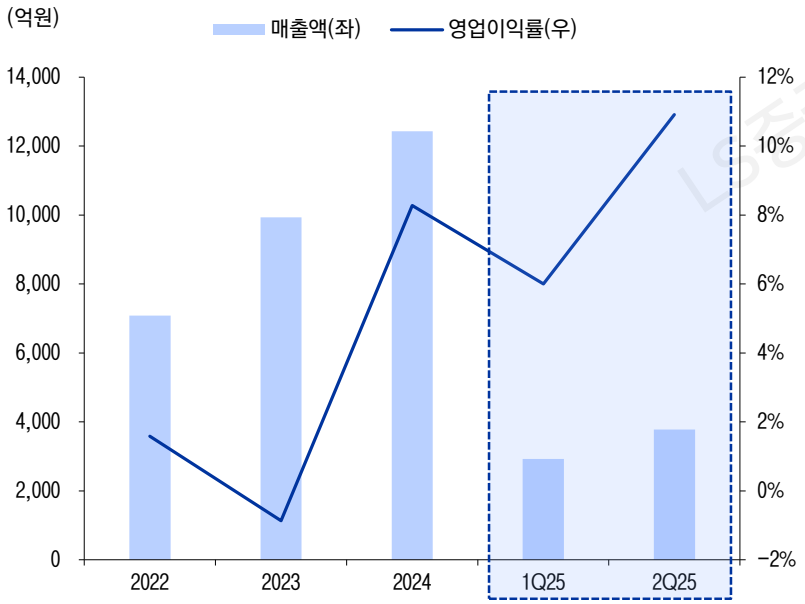
LS증권 리서치센터

4. 이커머스: IPO 대어, 무신사

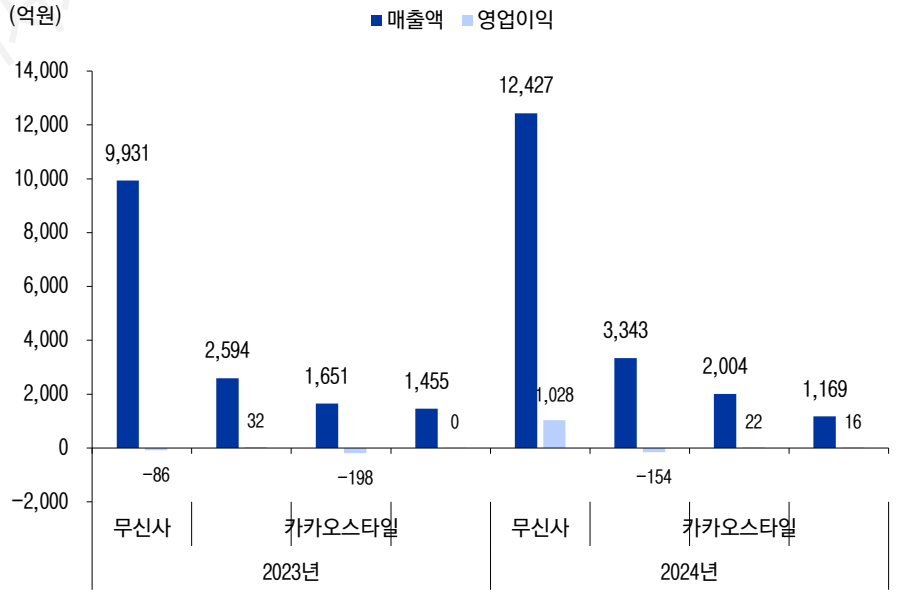
● 무신사: 2025년에도 차별화되는 신장세 이어가는 중

- 1Q25 연결 기준 매출액은 전년동기대비 12.6% 증가한 2,929억원, 영업이익은 전년동기대비 24% 증가한 176억원
- 2Q25 연결 기준 매출액은 전년동기대비 30.7% 증가한 3,777억원, 영업이익은 전년동기대비 23% 증가한 413억원
- 3Q25 연결 기준 매출액은 전년동기대비 11.8% 증가한 3,024억원, 영업이익은 전년동기대비 7.3% 증가한 118억원
- 2025년 1분기 부채비율은 170%로 전년 대비 23%p 하락, 적자 자회사 및 사업 또한 과감히 정리하거나 축소 중

무신사 실적 추이



주요 패션 플랫폼 2023년 vs. 2024년 실적



자료: 각 사, LS증권 리서치센터

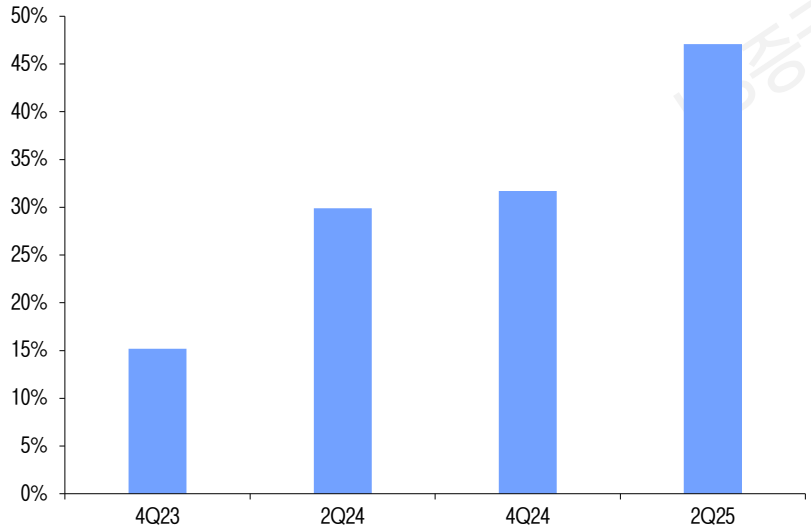
LS증권 리서치센터

4. 이커머스: IPO 대어, 무신사

공격적 확장, 오프라인으로도 지속

- IPO를 앞두고 무신사는 공격적인 확장을 지속 중
- 오프라인은 무신사 스탠다드, 이구홈 성수, 이구어퍼스트로피, 이구키즈 성수, 무신사 뷰티 스페이스1 등 여러 브랜드의 포맷을 통해 매장을 늘리는 중
- 특히 올해 7월 말 기준 무신사 스탠다드 매장은 28개로 1년전 대비 2배 증가
- 내년 상반기 중에는 패션, 뷰티, 슈즈, 스포츠, F&B를 아우르는 '무신사 메가 스토어 성수'가 오픈할 예정으로, 단순 온라인 플랫폼을 넘어 확장하려는 전략적 의지

무신사 스탠다드 성수점 외국인 구매 비중 추이



자료: 무신사, LS증권 리서치센터

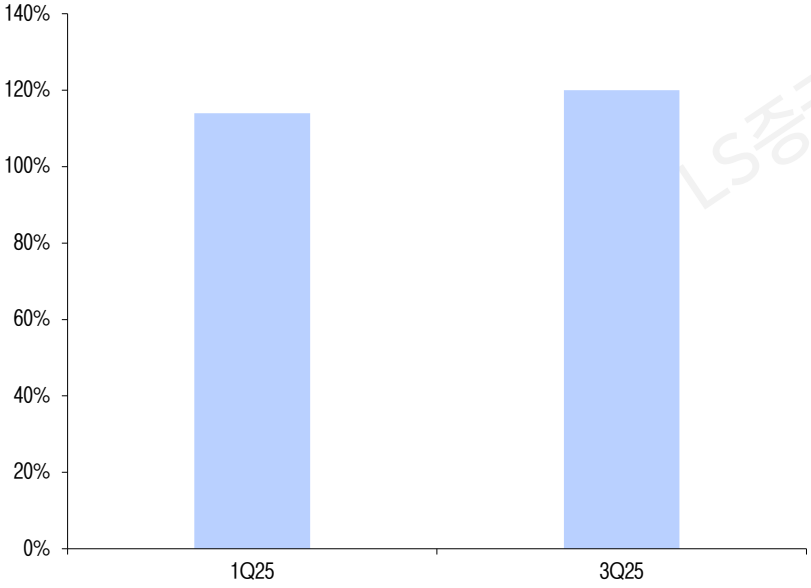
29CM HOME 성수

4. 이커머스: IPO 대어, 무신사

● 해외 확장: 블루오션 일본을 두드린다

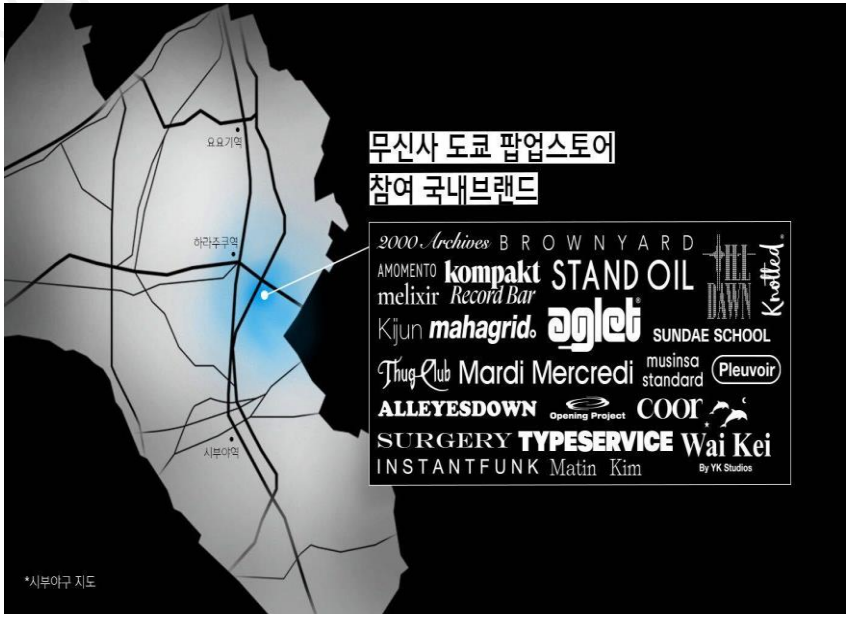
- 일본은 연간 80조원 규모의 패션 시장, 아시아 최대 소비국 중 하나: 다만 온라인 패션 침투율은 15% 이하
- 자사 브랜드 무신사 스탠다드, 애플버터 등과 일부 입점 브랜드를 조조타운과 아마존 재팬 등에 입점시키며 시장 진입
- 마뗑킴 X 무신사 파트너십: 2029년까지 약 5년간 무신사가 마뗑킴의 일본 내 판매/마케팅 전담, 5년간 매출 2,500억원 달성 목표

무신사 글로벌 일본 거래액 성장률



자료: 무신사, LS증권 리서치센터

무신사 도쿄 팝업스토어 참여 국내 브랜드

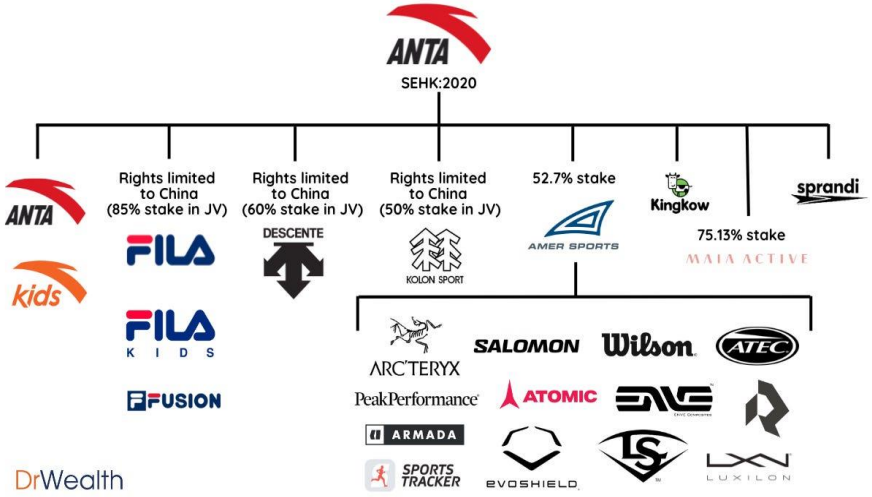


4. 이커머스: IPO 대어, 무신사

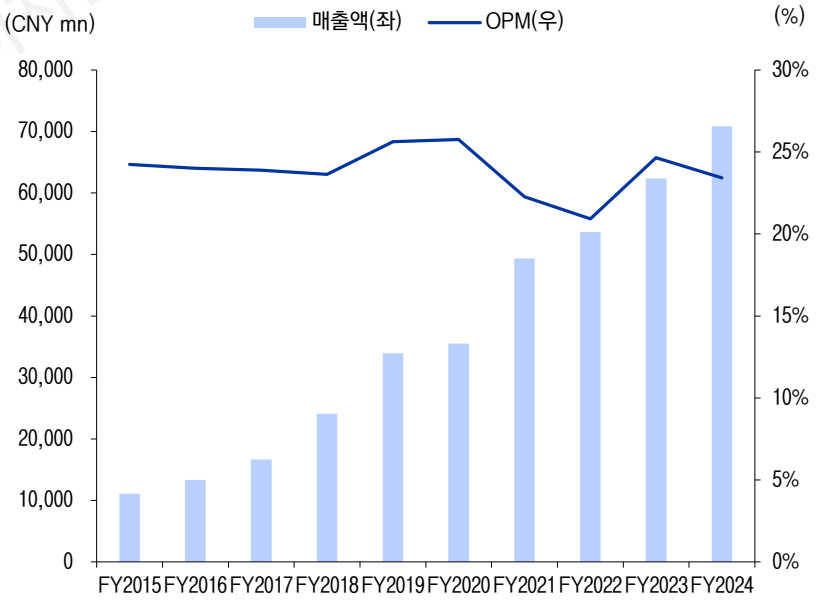
● 해외 확장: 중국은 안타스포츠와 함께

- 중국의 안타스포츠, 올해 1월 무신사의 구주매입 500억원 진행하면서 합작법인 설립의 신호탄을 쏘아올림
- 2025년 8월, 무신사는 중국 자회사 무신사차이나 설립: 지분 구조는 무신사 60%, 안타스포츠 40%
- 2025년 12월 중순에는 상해 쇼핑센터에 무신사 스탠다드 플래그십 스토어 오픈 예정(약 400평), 연말에는 무신사 스토어(오프라인 편집샵) 오픈 예정
- 향후 5년 동안 중국 내 매장 100개 이상으로 늘릴 계획이며, 2030년까지 중국 온/오프라인 통합 매출액 1조원 이상 달성 목표

안타스포츠 브랜드 포트폴리오



안타스포츠 실적 추이



자료: Anta Sports, LS증권 리서치센터

4. 이커머스: IPO 대어, 무신사

● 밸류에이션이 관건

- 무신사, 마지막 기업가치 4~5조원으로 추정: 상장은 10조원 목표로 언론에 보도 중
- 쿠팡, 2021년 상장 시 공모가 기준 PSR 3배: 2021년 연간 매출 성장률 54% 기록
- 아마존 흑전 시기인 2003년 PSR 4배 수준, FBA(2010~2015)와 프라임 멤버십(2014~2016)으로 확장 시기 2.1~3.3x 수준
- 아마존과 쿠팡이 높은 multiple을 받았을 당시 이커머스 침투율 및 외형 성장세는 현재와 괴리가 큰 편이라고 판단
- 한편 올해 9월 네이버가 컬리 지분 5~6% 수준을 500~600억원 수준 규모로 인수: 컬리 기업가치 약 1조원 수준 평가

주요 이커머스 업체 Valuation

	Value(억원)	2025E Sales(억원)	2025E NI(억원)	P/E(x)	P/S(x)
쿠팡	507억달러	349억달러	3.21억달러	157.9	1.5
컬리	10,000	23,300	-24	NA	0.4
무신사	40,000	14,260	450	89	2.8

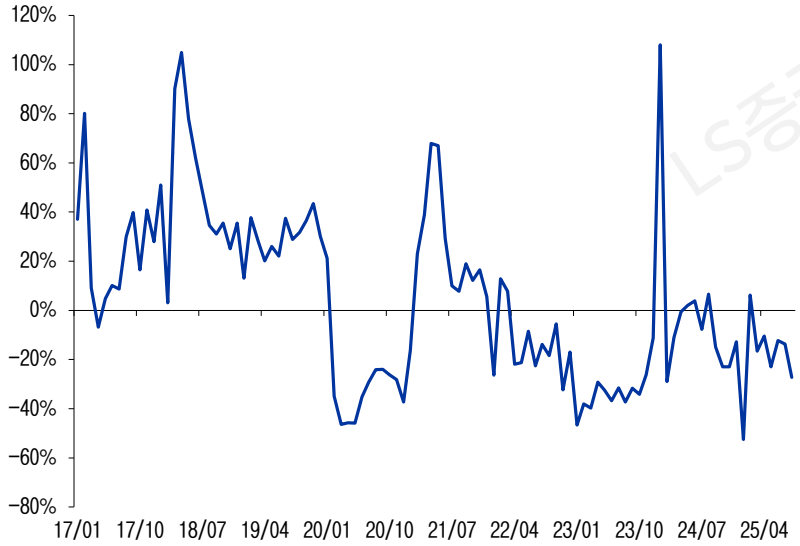
자료: LS증권 리서치센터

5. 면세점: 구조적 하락 전망

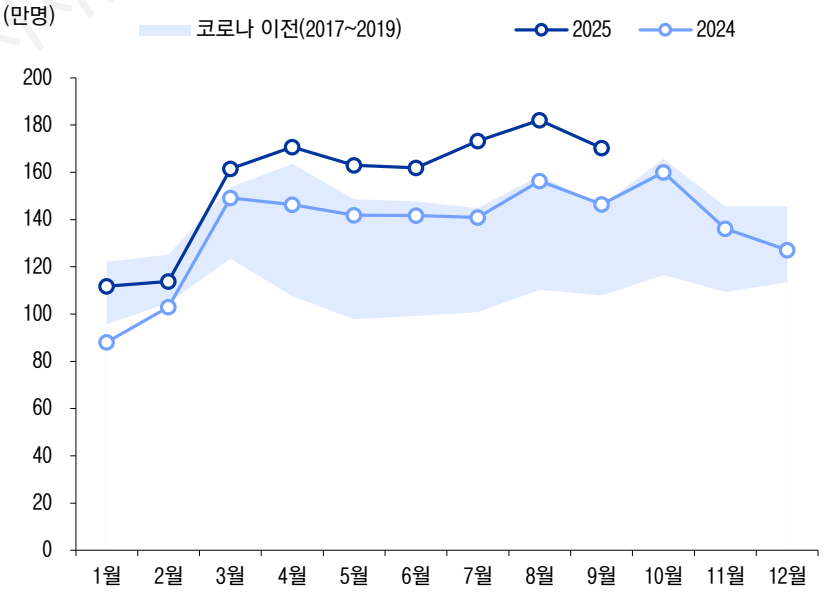
● 면세점은 매력 하락 중

- 외국인 입국자수는 이미 코로나 이전 수준을 넘어 회복한 상황
- 그럼에도 불구하고 면세점 외국인 매출액 성장률은 회복되지 않고 있으며, 관광객의 소비패턴 변화 및 중국 소비자들의 레벨업 또한 따이고 업계 축소 요인
- 브랜드의 다양성 측면에서도 로드샵이 가진 매력이 면세점 대비 큰 상황

면세점 월별 외국인 매출액 성장률



외국인 입국자수는 코로나 이전 수준을 넘어서 회복한 상황



자료: 한국면세점협회, 관광지식정보시스템, S증권 리서치센터

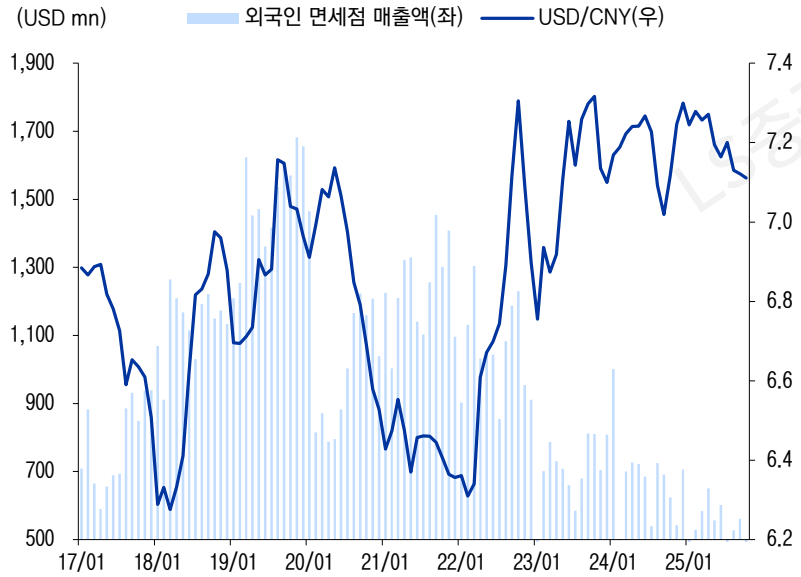
LS증권 리서치센터

5. 면세점: 구조적 하락 전망

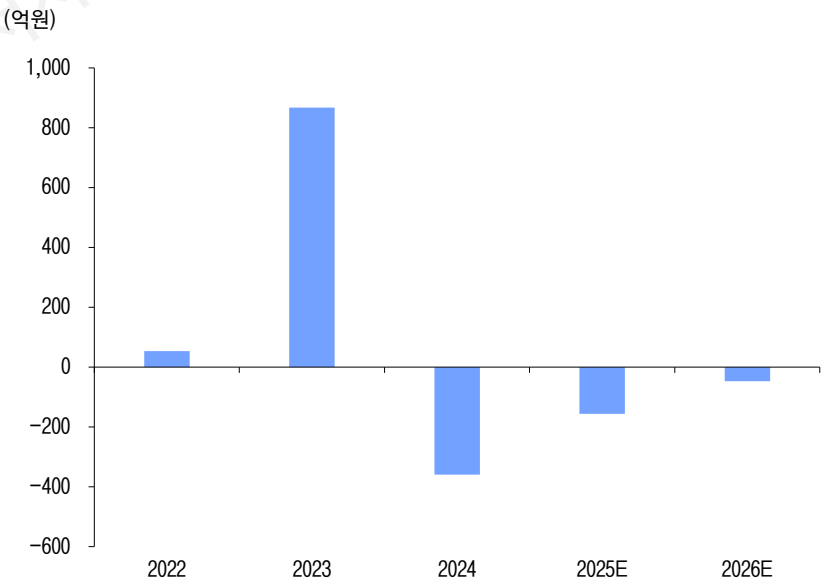
● 외면하는 중국인, 구조적 하락 피하기 어려워

- 위안화 환율 또한 면세점 매출액에는 불리하게 작용 중
- 호텔신라, 신세계 등 그동안 임대료 부담이 컸던 인천공항점 철수 결정으로 실적에는 긍정적인 영향 전망

위안화 환율 또한 면세점 매출액에 불리하게 작용 중



신세계 면세 부문 영업이익 추이 및 전망



자료: 한국면세점협회, 신세계, LS증권 리서치센터

LS증권 리서치센터

Part III

결론 및 투자의견

각개 전투, 선택과 집중

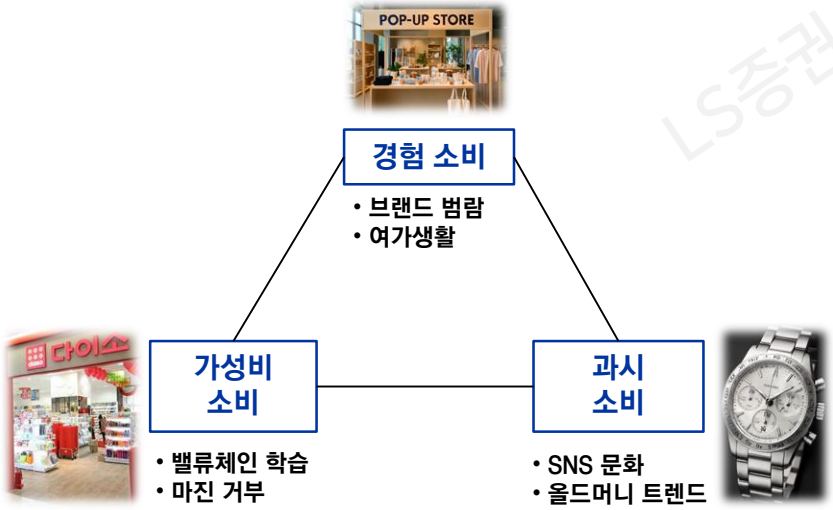
- 소비자와 유통업체 모두 선택과 집중 전망
- Top-picks: 신세계, 현대백화점

결론 및 투자의견

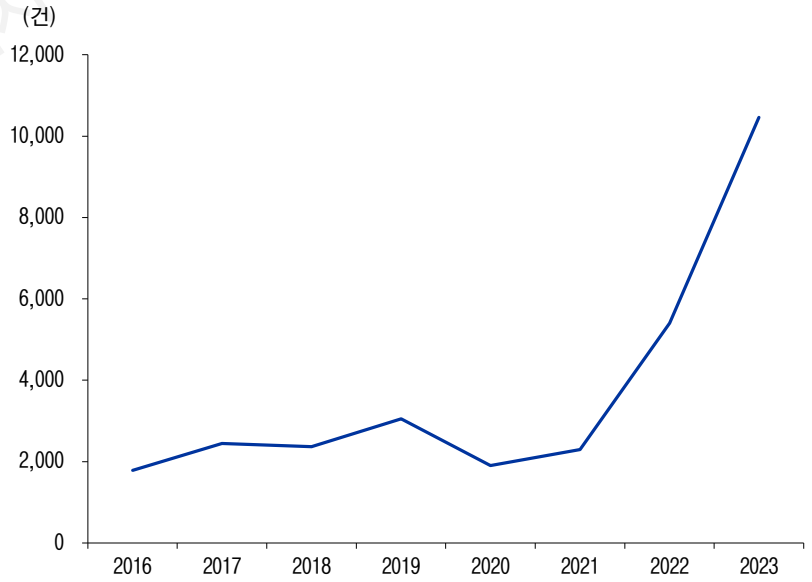
2026년 유통업: 선택과 집중

- 최근 2~3년간 물가와 금리 스트레스를 겪는 동안 소비자들은 지출 축소를 넘어서 소비의 재배치를 학습
- **경험 소비**의 증가: 중소형 브랜드 범람 → 팝업스토어가 이를 흡수 → SNS가 홍보 → 팝업 방문은 여가생활이자 문화현상으로 자리잡음
- **가성비 소비** 강세: 다이소와 중국 이커머스 플랫폼이 대표주자, 소비자들이 유통 밸류체인에 대해 인지하기 시작 → 불필요한 마진에 대한 거부감
- **과시 소비** 또한 꾸준히 증가: SNS에 과시하기 위한 소비 또한 지속 → 때에 맞춰 선택적으로 소비하는 트렌드가 안착 중
- 백화점은 글로벌 럭셔리 업체들의 가격인상과 패션 카테고리 회복, 외국인 수요 증가 등 구조적 호황이 지속되며 가장 견고한 흐름을 보일 것으로 예상
- Top-picks: 신세계(TP 280,000원), 현대백화점(TP 110,000원)

2026년 유통업: 선택과 집중



연간 팝업 스토어 검색량 추이



자료: 네이버 데이터랩, LS증권 리서치센터

LS증권 리서치센터

결론 및 투자의견

국내 Peer Valuation

기업명	연도	실적(십억원)			성장률(%)			수익성(%)		Valuation(x)			
		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	6,974.0	475.0	237.0	6.1	-0.4	27.0	6.8	3.4	8.9	0.4	6.8	5.6
	2026E	7,823.0	571.0	301.0	12.2	20.2	27.0	7.3	3.8	6.6	0.4	6.5	7.0
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	4,343.0	402.0	284.0	3.7	41.5	흑전	9.3	6.5	8.0	0.4	4.7	6.4
	2026E	4,571.0	450.0	314.0	5.2	11.9	10.6	9.8	6.9	7.1	0.4	4.4	6.8
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	13,786.0	545.0	158.0	-1.4	15.2	흑전	4.0	1.1	13.3	0.1	7.4	1.0
	2026E	14,170.0	640.0	217.0	2.8	17.4	37.3	4.5	1.5	8.9	0.1	7.0	1.4
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	29,078.0	432.0	98.0	0.2	817.2	흑전	1.5	0.3	23.6	0.2	5.9	0.9
	2026E	30,254.0	571.0	249.0	4.0	32.2	154.1	1.9	0.8	10.6	0.2	5.3	2.3
GS리테일	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	12,002.0	299.0	158.0	3.2	25.0	1,513.6	2.5	1.3	12.0	0.6	2.9	4.8
	2026E	12,347.0	325.0	202.0	2.9	8.7	27.8	2.6	1.6	8.8	0.6	3.2	5.9
BGF리테일	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	8,990.0	238.0	173.0	3.3	-5.4	-11.4	2.6	1.9	12.2	1.6	4.3	14.0
	2026E	9,296.0	254.0	190.0	3.4	6.7	9.8	2.7	2.0	11.0	1.5	4.1	14.1
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	4,985.0	914.0	520.0	15.7	14.9	-8.0	18.3	10.4	10.5	1.8	5.1	18.3
	2026E	5,594.0	1,043.0	720.0	12.2	14.1	38.5	18.6	12.9	8.9	1.6	4.7	18.8
SK네트웍스	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	6,848.0	123.0	36.0	5.4	15.0	-42.5	1.8	0.5	25.5	0.5	5.2	1.8
	2026E	7,173.0	108.0	31.0	4.9	23.3	25.4	1.5	0.4	29.6	0.5	4.9	1.6

자료: 각 사, Bloomberg, LS증권 리서치센터

결론 및 투자의견

글로벌 Peer Valuation

기업명	연도	실적(USD mn)			성장률(%)			수익성(%)		Valuation(x)			
		매출액	OP	NP	매출액	OP	NP	OPM	NPM	P/E	P/B	EV/EBITDA	ROE
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	714,531.5	79,874.3	76,709.6	12.0	16.4	29.5	11.2	13.2	26.4	6.3	14.4	22.1
	2026E	795,258.9	100,381.5	86,206.6	11.3	25.7	12.4	12.6	13.5	24.2	5.0	11.8	19.8
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	41.8	9.2	20.7	21.9
	2026E	712,424.6	30,633.8	22,750.8	4.7	3.9	14.9	4.3	3.0	39.5	8.2	19.7	21.4
Costco	2024	254,453.0	9,276.0	7,367.0	5.0	9.1	11.5	3.7	2.9	53.9	16.7	33.3	30.2
	2025E	275,078.7	10,408.2	8,060.1	8.1	12.2	9.4	3.8	2.9	49.0	13.6	29.9	30.3
	2026E	296,906.2	11,496.5	8,907.3	7.9	10.5	10.5	3.9	3.0	44.1	11.7	27.2	28.1
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	9.7	2.7	6.1	28.3
	2026E	103,686.6	4,802.0	3,508.0	-1.2	-13.2	-13.2	4.6	3.3	11.6	2.5	6.5	22.6
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	8.5	1.2	3.8	15.8
	2026E	21,252.9	829.8	519.0	-5.1	-17.2	-22.5	3.9	2.5	10.2	1.2	4.1	11.6
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	11,472.4	1,922.9	1,075.8	29.2	88.5	-46.7	16.8	16.1	107.3	15.5	101.1	12.8
	2026E	14,202.1	2,560.1	2,025.0	23.8	33.1	88.2	18.0	17.1	83.3	13.0	75.8	15.1
Alibaba	2024	131,312.7	20,304.5	11,162.9	8.3	24.5	21.0	15.7	13.9	10.2	1.3	4.0	13.2
	2025E	138,772.4	18,991.0	19,251.7	5.7	-6.5	72.5	13.7	15.6	17.4	2.5	11.0	13.1
	2026E	146,262.7	14,700.9	15,362.4	5.4	-22.6	-20.2	10.1	11.0	23.2	2.7	14.2	9.9
JD.com	2024	160,955.0	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	186,687.8	1,218.0	3,336.9	16.0	-80.8	-41.9	0.7	2.2	11.0	1.2	7.8	10.2
	2026E	198,357.4	3,208.5	4,430.8	6.3	163.4	32.8	1.6	2.7	8.3	1.1	4.9	12.5

자료: 각 사, Bloomberg, LS증권 리서치센터

Part IV

기업 분석

Top-picks

- 신세계(004170)
- 현대백화점(069960)

신세계 (004170): 화려한 귀환

Buy (유지)

목표주가 (상향)	280,000 원
현재주가	215,500 원
상승여력	29.9 %
KOSPI(11/26)	3,960.87 pt
시가총액	20,785 억원
발행주식수	9,645 천주
52주 최고가 / 최저가	232,500 / 125,900 원
90일 일평균 거래대금	94.35 억원
외국인 지분율	15.6%
배당수익률(25.12E)	2.1%
BPS(25.12E)	416,990 원
KOSPI대비 상대수익률 1개월	20.4%
6개월	-26.9%
12개월	5.7%
주주구성 정유경 (외 3인)	29.2 %
국민연금공단 (외 1인)	12.6 %

본점의 화려한 귀환

- 신세계의 백화점 부문은 올해 10월 총매출액 성장 10% 수준을 기록하며 좋은 흐름을 이어갔던 것으로 추정됨
- 본점 리뉴얼 오픈 및 4분기 성수기 효과로 탑라인 성장이 기대되고, 지난 해 4분기 일회성 비용 반영으로 베이스도 낮은 상황. 최근 FW 제품 판매에 유리한 기상 환경이 이어짐에 따라 감가상각비 증가분 또한 일부 방어 가능하다는 판단
- 관광상권에 위치한 본점 리뉴얼로 외국인 관광객 수요도 적극적으로 흡수하고 있다는 점 또한 강점

면세점 부담 덜어내며 실적 가시성 확보

- 면세점은 FIT 및 온라인 채널 위주 영업으로 수익성 중심 운영이 지속될 것으로 전망
- DF2 사업권 반납 관련 손해 배상금은 올해 4분기 중 영업외단으로 반영 예상하며, 기존 면세 사업 부진의 주요 요인이 해소되는 만큼 긍정적으로 평가

투자의견 Buy 유지, 목표주가 280,000원으로 상향

- 신세계에 대해 투자의견 Buy를 유지하고, 목표주가는 280,000원으로 상향, 목표주가 산정 실적 적용 시점을 2026E으로 변경. 리뉴얼 점포 효과와 본업 구조적 개선으로 양호한 흐름이 전망되는 가운데 면세점 사업의 부담 감소 긍정적
- 2025년 베이스가 낮아 2026년 실적 개선폭은 두드러질 것으로 전망

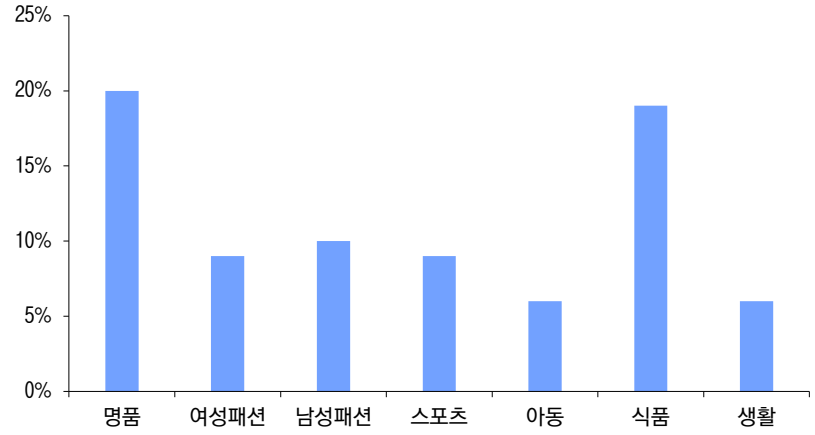
Financial Data

(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	6,927	470	119	91	7,333	-40.3	984	29.4	7.4	0.5	2.2
2026E	7,092	548	369	282	24,399	232.7	1,065	8.8	7.2	0.5	6.7
2027E	7,361	614	438	329	28,799	18.0	1,135	7.5	7.1	0.5	7.4

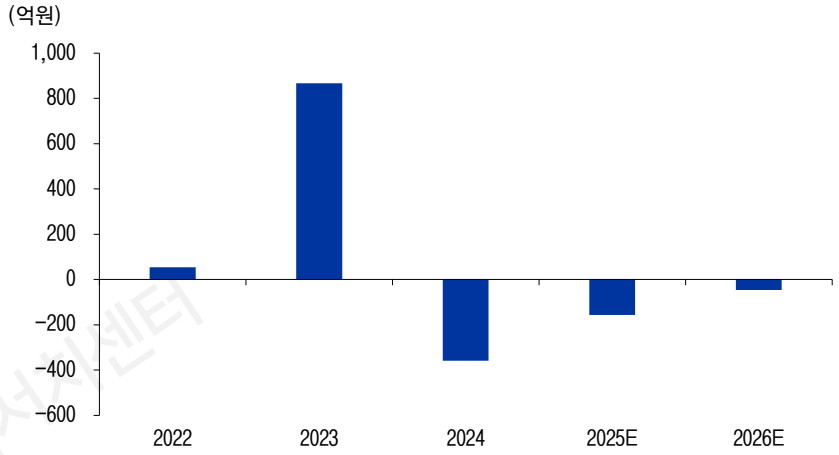
자료: 신세계, LS증권 리서치센터

신세계 (004170): 화려한 귀환

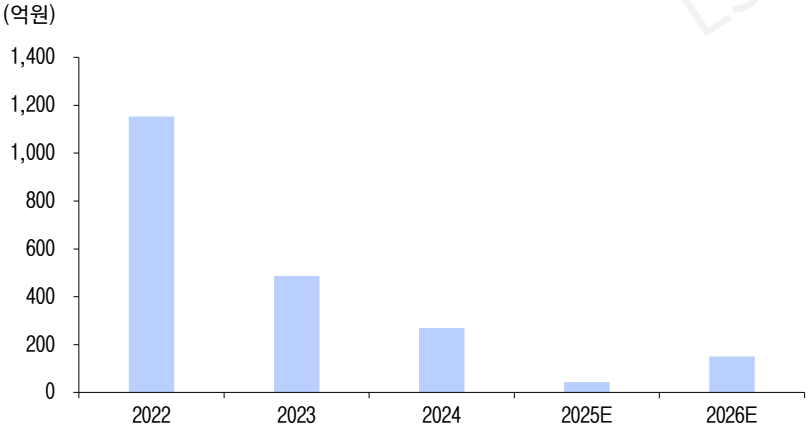
2025년 10월 부문별 매출액 신장률



신세계디에프 이익 개선 전망



신세계인터내셔날 연간 영업이익: 2025년 이후 바닥 통과 전망



자료: 신세계, LS증권 리서치센터

2024년 백화점 매출액 순위

순위	점포명	매출액(억원)	YoY %
1	신세계 강남	32,325	7.3%
2	롯데 잠실	30,471	10.5%
3	신세계 센텀	20,619	4.9%
4	롯데 본점	20,534	2.3%
5	현대 판교	17,314	3.9%
6	신세계 대구	15,499	5.1%
7	현대 무역	12,664	0.4%
8	현대 본점	12,016	1.3%
9	더현대서울	11,994	8.2%
10	신세계 본점	11,921	1.9%

LS증권 리서치센터

신세계 (004170): 화려한 귀환

신세계 실적 추이 및 전망

(단위: 억원)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25E	2024	2025E	2026E
총매출액	28,187	27,824	27,089	31,873	28,780	28,958	28,143	33,916	114,973	119,797	120,123
순매출액	16,047	16,044	15,401	18,212	16,658	16,938	16,361	19,315	65,704	69,272	70,921
백화점	6,641	6,417	6,158	7,110	6,555	6,251	6,195	7,385	26,326	26,386	27,894
면세점	4,867	4,924	4,717	5,552	5,618	6,051	5,388	6,246	20,060	23,303	19,687
인터내셔날	3,094	3,209	2,960	3,823	3,042	3,086	3,104	3,892	13,086	13,124	12,861
센트럴시티	889	950	944	971	887	964	981	1,021	3,754	3,853	4,054
신세계까사	685	651	686	673	623	583	639	689	2,695	2,534	2,743
라이브쇼핑	782	815	770	916	811	802	846	982	3,283	3,441	3,682
영업이익	1,630	1,175	930	1,036	1,323	753	998	1,622	4,770	4,696	5,476
백화점	1,137	818	883	1,218	1,079	709	840	1,318	4,056	3,946	4,212
면세점	72	86	-162	-355	-23	-15	-56	-62	-359	-156	-47
인터내셔날	112	133	21	3	47	-23	-20	39	269	43	150
센트럴시티	262	109	259	227	222	98	276	268	857	864	918
신세계까사	10	-5	2	3	1	-18	-4	7	10	-14	42
라이브쇼핑	56	59	13	49	57	60	24	53	177	194	202
성장성											
총매출액	5.4%	1.8%	4.0%	2.1%	2.1%	4.1%	3.9%	6.4%	3.3%	4.2%	0.3%
순매출액	2.6%	1.8%	2.8%	5.9%	3.8%	5.6%	6.2%	6.1%	3.4%	5.4%	2.4%
백화점	7.0%	2.1%	1.9%	1.1%	-1.3%	-2.6%	0.6%	3.9%	3.0%	0.2%	5.7%
면세점	-4.8%	1.5%	8.2%	14.7%	15.4%	22.9%	14.2%	12.5%	4.7%	16.2%	-15.5%
인터내셔날	-0.9%	-3.9%	-6.3%	-2.6%	-1.7%	-3.8%	4.9%	1.8%	-3.4%	0.3%	-2.0%
센트럴시티	5.5%	6.6%	0.2%	18.0%	-0.2%	1.5%	3.9%	5.1%	7.3%	2.6%	5.2%
신세계까사	30.0%	18.1%	10.1%	3.7%	-9.1%	-10.4%	-6.9%	2.4%	14.7%	-6.0%	8.2%
라이브쇼핑	16.7%	15.9%	16.3%	13.9%	3.7%	-1.6%	9.9%	7.2%	15.6%	4.8%	7.0%
수익성	5.8%	4.2%	3.4%	3.3%	4.6%	2.6%	3.5%	4.8%	4.1%	3.9%	4.6%
백화점	6.3%	4.7%	5.2%	6.1%	6.0%	4.1%	4.9%	6.3%	5.6%	5.4%	5.5%
면세점	1.5%	1.7%	-3.4%	-6.4%	-0.4%	-0.2%	-1.0%	-1.0%	-1.8%	-0.7%	-0.2%
인터내셔날	3.6%	4.1%	0.7%	0.1%	1.5%	-0.7%	-0.6%	1.0%	2.1%	0.3%	1.2%
센트럴시티	29.5%	11.5%	27.4%	23.4%	25.0%	10.2%	28.1%	26.3%	22.8%	22.4%	22.6%
신세계까사	1.5%	-0.8%	0.3%	0.4%	0.2%	-3.1%	-0.6%	1.0%	0.4%	-0.6%	1.5%
라이브쇼핑	7.2%	7.2%	1.7%	5.3%	7.0%	7.5%	2.8%	5.4%	5.4%	5.6%	5.5%

자료: 신세계, LS증권 리서치센터

신세계 (004170): 화려한 귀환

재무상태표

(단위: 십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
유동자산	2,674	2,343	2,538	2,597	2,801
현금 및 현금성 자산	802	582	761	923	1,071
매출채권 및 기타채권	716	597	623	638	663
비유동자산	12,078	12,729	13,342	13,961	14,601
관계기업투자 등	1,472	1,595	1,660	1,728	1,798
유형자산 및 투자부동산	7,280	7,795	7,632	7,556	7,480
자산총계	**14,752**	**15,072**	**15,881**	**16,558**	**17,402**
유동부채	4,944	4,947	5,545	6,184	6,296
비유동부채	3,468	3,750	4,121	3,959	4,451
부채총계	**8,412**	**8,697**	**9,666**	**10,143**	**10,747**
자본금	49	49	49	49	49
자본잉여금	403	424	424	424	424
이익잉여금	3,655	3,718	3,829	4,109	4,435
자본총계	**6,340**	**6,375**	**6,215**	**6,415**	**6,656**

손익계산서

(단위: 십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
매출액	**6,357**	**6,570**	**6,927**	**7,092**	**7,361**
매출총이익	**3,855**	**4,053**	**5,065**	**5,078**	**5,385**
판매비 및 관리비	3,215	3,576	4,595	4,531	4,770
영업이익	**640**	**477**	**470**	**548**	**614**
EBITDA	1,137	958	984	1,065	1,135
세전계속사업이익	**453**	**195**	**119**	**369**	**438**
법인세비용	141	8	28	87	110
당기순이익	**312**	**187**	**91**	**282**	**329**
매출총이익률 (%)	61	62	73	72	73
영업이익률 (%)	10	7	7	8	8
EBITDA마진률 (%)	18	15	14	15	15
당기순이익률 (%)	4.9	2.8	1.3	4.0	4.5
ROA (%)	1.5	0.7	0.6	1.7	1.9
ROE (%)	5.4	2.5	2.2	6.7	7.4

현금흐름표

(단위: 십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
영업활동현금흐름	**791**	**776**	**418**	**524**	**457**
당기순이익(손실)	312	187	91	282	329
비현금수익비용가감	872	855	325	163	174
영업활동 자산부채변동	-121	-41	2	79	-46
매출채권의 감소(증가)	-165	127	-27	-15	-24
매입채무의 증가(감소)	45	3	98	45	74
투자활동현금흐름	**-912**	**-981**	**-522**	**-598**	**-513**
유형자산처분(취득)	-596	-885	-300	-300	-300
무형자산감소(증가)	-13	-13	-9	-9	-9
기타투자활동	-354	-53	-145	-218	-130
재무활동현금흐름	**-16**	**-17**	**283**	**237**	**204**
차입금의증가(감소)	179	203	0	0	0
자본의증가(감소)	-163	-216	-39	-39	-43
배당금의 지급	-79	-82	39	39	43
현금의 증가	**-136**	**-220**	**178**	**162**	**148**
기초현금	938	802	582	761	923
기말현금	802	582	761	923	1,071

주요투자지표

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
투자지표 (x)					
P/E	7.3	10.8	29.4	8.8	7.5
P/B	0.4	0.3	0.5	0.5	0.5
EV/EBITDA	4.9	6.1	7.4	7.2	7.1
P/CF	1.5	1.3	5.1	4.8	4.2
배당수익률 (%)	2.3	3.4	2.1	2.3	2.4
성장성 (%)					
매출액	-18.6	3.4	5.4	2.4	3.8
영업이익	-0.9	-25.4	-1.5	16.6	12.2
EPS	-42.2	-48.5	-40.3	232.7	18.0
안정성 (%)					
부채비율	132.7	136.4	155.5	158.1	161.5
유동비율	54.1	47.4	45.8	42.0	44.5
주당지표 (원)					
EPS	23,856	12,293	7,333	24,399	28,799
BPS	427,477	433,221	416,990	437,359	461,767
DPS	4,000	4,500	4,500	4,900	5,200

자료: 신세계, LS증권 리서치센터

현대백화점 (069960): 계속해서 맑음

Buy (유지)

목표주가 (유지)		110,000 원
현재주가		90,300 원
상승여력		21.8 %
KOSPI(11/26)		3,960.87 pt
시가총액		20,434 억원
발행주식수		22,629 천주
52주 최고가 / 최저가		95,600 / 43,500 원
90일 일평균 거래대금		91.86 억원
외국인 지분율		23.1%
배당수익률(25.12E)		2.1%
BPS(25.12E)		192,157 원
KOSPI대비 상대수익률	1개월	9.5%
	6개월	-21.0%
	12개월	50.4%
주주구성	현대지에프홀딩스 (외 3인)	41.3 %
	국민연금공단 (외 1인)	13.2 %

자료: 현대백화점, LS증권 리서치센터

백화점 호조 지속 전망

- 현대백화점, 올해 4분기 실적 긍정적 전망. 최근 주식시장 활황으로 올해 10월 백화점 총매출액 성장세가 약 10~12%에 달한 것으로 추정하며, 전년과 달리 이른 추위로 인해 고마진인 F/W 패션군의 매출액이 호조
- 면세점 또한 동대문점 철수 비용 반영이 모두 완료되었고, 영업 종료를 위해 재고 정리를 선제적으로 단행한 만큼 올해 연말 이와 관련된 비용은 제한적일 것으로 판단
- 지누스는 가격 인상이 10월에 완료되었기 때문에 소비자 가격 저항에 대해 당분간 영향이 있겠으나, 고객사의 주문 상황은 3분기 대비 회복된 것으로 추정돼 최악의 구간은 지나고 있다는 판단

외국인 매출액 성장, 패션 부문 상승 고무적

- 외국인 매출액 중 더현대서울 등의 점포는 패션 비중이 높게 나타나 수익성에 긍정적인 영향 주고 있는 상황이며, 이 외에도 김포, 송도 등 공항 근접 지역의 아울렛 외국인 매출액이 성장세를 보이는 등 여러 포맷에서 관광객 수요 흡수 중
- 2025년 10월 기준 백화점 부문 패션 매출 비중은 40%까지 회복된 것으로 추정(c.f. 명품 27%)

투자의견 Buy 및 목표주가 110,000원 유지

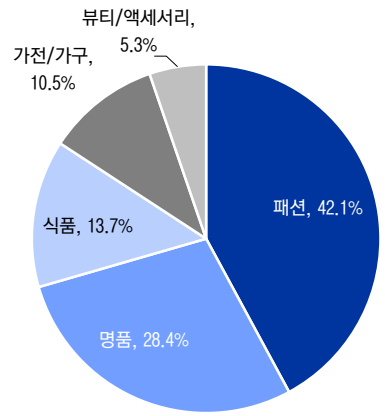
- 현대백화점에 대해 투자의견 Buy 및 목표주가 110,000원 유지
- 유통업종 내 돋보이는 적극적 주주환원 정책과 더불어 눈에 띄는 본업의 실적 개선이 긍정적

Financial Data

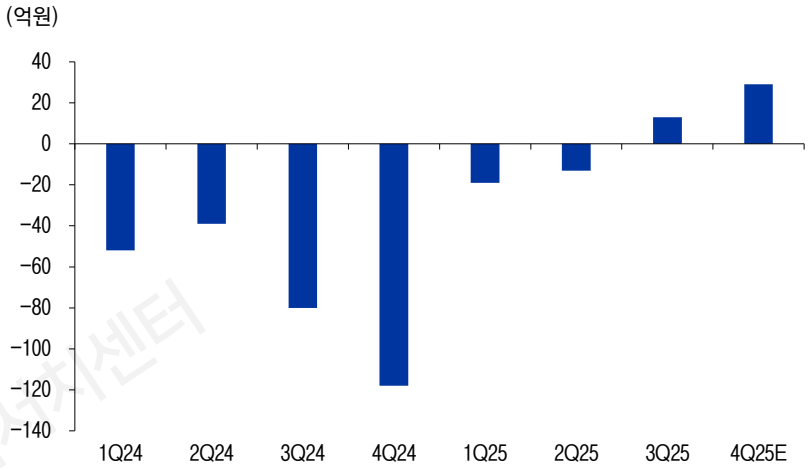
(십억원)	매출액	영업이익	세전이익	순이익	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)
2023	4,207	303	42	-40	-3,650	적전	727	-14.2	5.3	0.3	-1.8
2024	4,188	284	6	-1	-1,645	적지	712	-28.7	4.7	0.2	-0.8
2025E	4,343	402	385	284	10,312	흑전	843	8.8	4.9	0.5	6.4
2026E	4,571	450	431	314	11,624	12.7	890	7.8	4.6	0.4	6.8
2027E	4,872	500	484	360	13,313	14.5	938	6.8	4.2	0.4	7.5

현대백화점 (069960): 계속해서 맑음

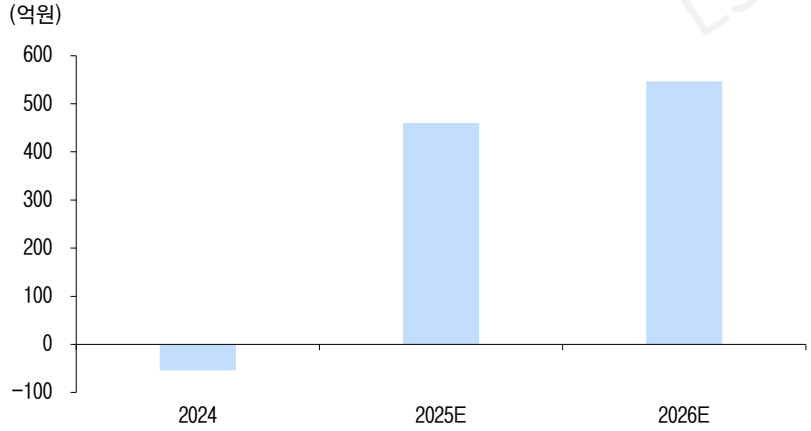
2025년 10월 카테고리별 매출액 비중



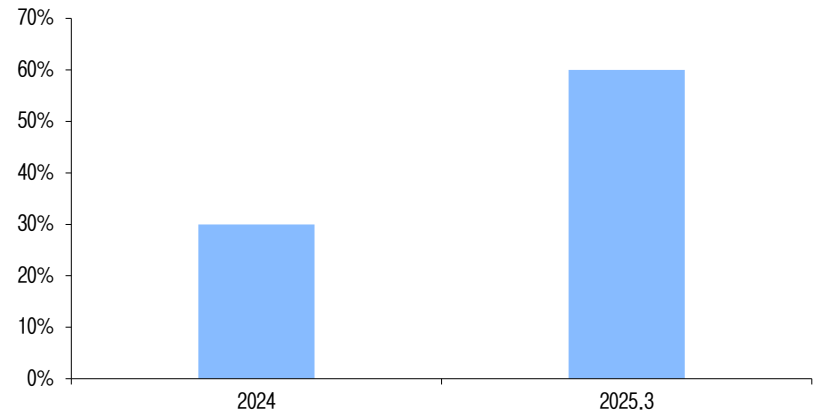
현대백화점 면세점 영업이익 추이 및 전망



지누스 연간 영업이익 추이 및 전망



김포 프리미엄 아울렛 외국인 매출액 성장률



자료: 현대백화점, LS증권 리서치센터

LS증권 리서치센터

현대백화점 (069960): 계속해서 맑음

현대백화점 실적 추이 및 전망

(단위: 억원)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25E	2024	2025E	2026E
추정치											
총매출액	24,320	24,773	24,311	27,203	25,546	24,741	23,197	26,502	100,607	99,986	107,153
백화점	17,905	17,922	16,905	19,193	18,084	17,868	17,665	20,555	71,923	74,172	77,885
면세점	5,099	5,001	4,647	5,264	5,889	5,637	3,871	4,148	20,011	19,545	21,028
순매출액	9,517	10,238	10,368	11,752	10,981	10,803	10,103	11,547	41,875	43,434	45,709
백화점	5,936	6,119	5,683	6,608	5,890	5,901	5,768	6,989	24,346	24,548	25,164
면세점	2,405	2,405	2,282	2,630	2,935	2,935	2,225	2,364	9,722	10,459	10,261
지누스	1,522	2,063	2,729	2,890	2,499	2,295	2,417	2,520	9,204	9,731	11,563
영업이익	689	428	646	1,077	1,127	870	726	1,300	2,840	4,023	4,504
백화점	1,031	710	710	1,138	972	693	893	1,398	3,589	3,956	4,253
면세점	-52	-39	-80	-118	-19	-13	13	29	-289	10	104
지누스	-191	-142	119	161	275	291	-78	-27	-53	461	547
성장률											
총매출액	2.8%	-0.6%	-4.2%	-0.6%	5.0%	-0.1%	-4.6%	-2.6%	-0.7%	-0.6%	7.2%
순매출액	-13.3%	5.5%	3.2%	3.5%	15.4%	5.5%	-2.6%	-1.7%	-0.5%	3.7%	5.2%
영업이익	-29.6%	-43.4%	-31.3%	-7.0%	63.7%	103.1%	12.4%	20.7%	-6.4%	41.6%	11.9%
수익성(%)											
영업이익률	2.8%	1.7%	2.7%	4.0%	4.4%	3.5%	3.1%	4.9%	2.8%	4.0%	4.2%
백화점	5.8%	4.0%	4.2%	5.9%	5.4%	3.9%	5.1%	6.8%	5.0%	5.3%	5.5%
면세점	-1.0%	-0.8%	-1.7%	-2.2%	-0.3%	-0.2%	0.3%	0.7%	-1.4%	0.1%	0.5%
지누스	-12.5%	-6.9%	4.4%	5.6%	11.0%	12.7%	-3.2%	-1.1%	-0.6%	4.7%	4.7%

자료: 현대백화점, LS증권 리서치센터

현대백화점 (069960): 계속해서 맑음

재무상태표

(단위: 십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
유동자산	3,118	3,046	3,279	3,439	3,642
현금 및 현금성 자산	164	126	520	593	746
매출채권 및 기타채권	1,133	1,113	956	1,006	1,072
비유동자산	8,595	8,172	8,269	8,389	8,539
관계기업투자 등	669	152	159	165	172
유형자산 및 투자부동산	5,607	5,790	5,813	5,755	5,697
자산총계	**11,713**	**11,218**	**11,548**	**11,828**	**12,182**
유동부채	3,447	3,288	3,365	3,476	3,624
비유동부채	1,987	1,695	1,847	1,803	1,764
부채총계	**5,433**	**4,983**	**5,211**	**5,279**	**5,388**
자본금	117	117	117	117	117
자본잉여금	612	612	612	612	612
이익잉여금	3,908	3,754	4,010	4,305	4,642
자본총계	**6,279**	**6,234**	**6,336**	**6,548**	**6,793**

손익계산서

(단위: 십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
매출액	**4,207**	**4,188**	**4,343**	**4,571**	**4,872**
매출총이익	**2,493**	**2,465**	**2,570**	**2,754**	**2,928**
판매비 및 관리비	2,189	2,181	2,168	2,304	2,428
영업이익	**303**	**284**	**402**	**450**	**500**
EBITDA	727	712	843	890	938
세전계속사업이익	**42**	**6**	**385**	**431**	**484**
법인세비용	81	7	101	116	124
당기순이익	**-40**	**-1**	**284**	**314**	**360**
매출총이익률 (%)	59.2	58.9	59.2	60.2	60.1
영업이익률 (%)	7.2	6.8	9.3	9.9	10.3
EBITDA마진률 (%)	17.3	17.0	19.4	19.5	19.3
당기순이익률 (%)	-0.9	0.0	6.5	6.9	7.4
ROA (%)	-0.7	-0.3	2.5	2.7	3.0
ROE (%)	-1.8	-0.8	6.4	6.8	7.5

현금흐름표

(단위: 십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
영업활동현금흐름	**758**	**734**	**827**	**681**	**742**
당기순이익(손실)	-40	-1	284	314	360
비현금수익비용가감	826	789	379	423	375
영업활동 자산부채변동	131	90	163	-57	8
매출채권의 감소(증가)	-31	77	157	-50	-66
매입채무의 증가(감소)	-18	-31	50	74	97
투자활동현금흐름	**-595**	**-193**	**-340**	**-467**	**-472**
유형자산처분(취득)	-355	-434	-400	-400	-400
무형자산감소(증가)	-13	-3	-1	-1	-1
기타투자활동	-35	-9	68	-59	-64
재무활동현금흐름	**-195**	**-586**	**-93**	**-141**	**-117**
차입금의증가(감소)	-156	-516	0	0	0
자본의증가(감소)	-41	-41	-31	-42	-46
배당금의 지급	-41	-38	31	42	46
현금의 증가	**-31**	**-38**	**394**	**73**	**153**
기초현금	195	164	126	520	593
기말현금	164	126	520	593	746

주요투자지표

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
투자지표 (x)					
P/E	-14.2	-28.7	8.8	7.8	6.8
P/B	0.3	0.2	0.5	0.45	0.4
EV/EBITDA	5.3	4.7	4.9	4.6	4.2
P/CF	1.5	1.4	3.2	2.9	2.9
배당수익률 (%)	2.5	3.0	2.1	2.3	2.5
성장성 (%)					
매출액	-16.1	-0.5	3.7	5.2	6.6
영업이익	-5.4	-6.4	41.6	11.9	11.0
EPS	적전	적지	흑전	12.7	14.5
안정성 (%)					
부채비율	86.5	79.9	82.2	80.6	79.3
유동비율	90.4	92.6	97.5	98.9	100.5
주당지표 (원)					
EPS	-3,650	-1,645	10,312	11,624	13,313
BPS	190,900	194,238	192,157	201,238	211,709
DPS	1,300	1,400	1,900	2,100	2,300

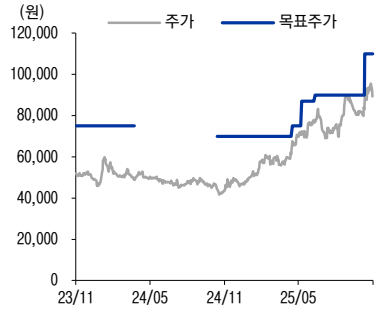
자료: 현대백화점, LS증권 리서치센터

신세계 목표주가 추이

투자의견 변동내역

일시	투자의견	목표가격	괴리율(%)			일시	투자의견	목표가격	괴리율(%)		
			최고대비	최저대비	평균대비				최고대비	최저대비	평균대비
2014.09.01	신규	오린아									
2024.04.19		커버리지 제외									
2024.11.11	신규	오린아									
2024.11.11	Buy	180,000원	-4.1		-21.6						
2025.05.19	Buy	200,000원	-4.0		-11.1						
2025.07.02	Buy	240,000원	-3.1		-23.7						
2025.11.27	Buy	280,000원									

현대백화점 목표주가 추이



투자의견 변동내역

일시	투자의견	목표가격	괴리율(%)			일시	투자의견	목표가격	괴리율(%)		
			최고대비	최저대비	평균대비				최고대비	최저대비	평균대비
2014.09.01	신규	오린아									
2024.04.19		커버리지 제외									
2024.11.08	신규	오린아									
2024.11.08	Buy	70,000원	-11.3		-25.3						
2025.05.12	Buy	75,000원	-4.0		-8.9						
2025.06.04	Buy	87,000원	-10.6		-15.1						
2025.07.07	Buy	90,000원	-0.3		-12.8						
2025.11.06	Buy	110,000원									

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 제3자에게 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 6~12개월)	투자등급	적용기준 (향후12개월)	투자의견 비율	비고
Sector (업종)	시가총액 대비	Overweight (비중확대)			
	업종 비중 기준	Neutral (중립)			
	투자등급 3단계	Underweight (비중축소)			
Company (기업)	절대수익률 기준	Buy (매수)	+15% 이상 기대	89.4%	2018년 10월 25일부터 당사 투자등급 적용기준이 기존 ±20%에서 ±15%로 변경
	투자등급 3단계	Hold (보유)	-15% ~ +15% 기대	10.6%	
		Sell (매도)	-15% 이하 기대		
		합계		**100.0%**	투자의견 비율은 2024. 10. 01 ~ 2025. 09. 30 당사 리서치센터의 의견공표 종목들의 맨마지막 공표의견을 기준으로 한 투자등급별 비중임 (최근 1년간 누적 기준. 분기별 갱신)