

지주/유통/상사

박종렬

02)6260-2466

jrpark@heungkuksec.co.kr



(Overweight)

유통

경기보다 구조, 승자독식의 강화

Contents

P3	I. Executive Summary
P4	II. Key Charts
P6	III. 유통 투자전략: 경기보다 구조에 투자하라
P9	IV. 분석대상 기업 요약
P12	V. 유통업 구조의 변화: 새로운 패러다임에 진입
P15	VI-1. 소비환경 분석 (현재)
P17	VI-2. 소비환경 분석 (중장기)
P20	VII. 업태별 동향 및 향후 전망
P30	VIII. 한류 소비의 구조적 확대와 유통업 영향
P33	IX. 자산과 소득이 부른 소비 양극화
P37	X. 종목분석
-38p	1. 신세계 (004170): 고급 소비의 구조적 승자
-42p	2. 현대백화점 (069960): 성장과 환원의 귀감
-46p	3. BGF리테일 (282330): 생산성 경쟁, 선두주자
-50p	4. GS리테일 (007070): 생활 플랫폼으로 진화
-54p	5. 현대그린푸드 (453340): 종합 푸드솔루션 기업
-58p	6. 한섬 (020000): 프리미엄 브랜드 경쟁력

I. Executive Summary

- ◆ [소비 회복은 시작됐지만, 모두에게 기회는 아니다] 2026년 하반기 국내 소비환경은 완만한 회복세를 이어갈 전망이다. 주식시장 강세와 부동산 가격 상승 등 긍정적인 자산효과는 부유층과 고소득층을 중심으로 소비심리와 소비지출 개선에 긍정적으로 작용하고 있다. 반면 높은 가계부채와 생활물가 부담, 고용시장 불확실성은 중저소득층의 소비 회복 속도를 제한하는 요인으로 남아 있다. 현재 유통업에서 가장 중요한 변화는 소비 규모의 확대가 아니라 소비구조의 변화다. 이제는 얼마나 소비하는가보다 무엇을 소비하고 어디에서 소비하는가가 기업의 실적과 기업가치를 결정하는 핵심 변수로 자리 잡고 있다.
- ◆ [소비 양극화와 시장 재편이 새로운 투자환경을 만든다] 국내 소비시장은 프리미엄 소비와 초저가 소비가 동시에 성장하는 K자형 소비구조가 더욱 뚜렷해지고 있다. 자산효과를 누리는 부유층은 명품과 프리미엄 소비를 지속하는 반면, 일반 소비자는 PB상품과 초저가 채널을 중심으로 합리적 소비를 확대하고 있다. 소비는 감소하는 것이 아니라 특정 업태와 특정 기업으로 집중되고 있으며, 이러한 변화는 유통업체 간 실적과 기업가치의 차별화를 확대시키는 가장 중요한 구조적 요인이다. 동시에 유통산업은 시장확대(Market Expansion) 단계에서 시장 재편(Market Reorganization) 단계로 진입하고 있다. 신규 출점과 외형 성장 중심의 경쟁은 종료되고 있으며, 시장점유율 확대와 고객 충성도, 플랫폼 경쟁력, 데이터 활용 능력, 자본효율성이 기업가치를 결정하는 시대가 도래하고 있다.
- ◆ [업태별 차별화는 더욱 확대될 전망] 이러한 산업환경에서는 업종 전체보다 업태와 기업 선택이 더욱 중요하다. 백화점은 소비 양극화와 자산효과의 최대 수혜 업태로서 안정적인 실적과 높은 수익성을 기록할 전망이다. VIP 고객 확대와 리뉴얼 효과, 프리미엄 콘텐츠 강화, 외국인 관광객 증가가 기존점 생산성 향상으로 이어질 것이다. 편의점 역시 PB상품 확대와 식품 경쟁력 강화, 운영 효율화 등을 바탕으로 질적 성장 국면에 진입하고 있다. 반면 온라인 플랫폼은 거래액 확대보다 시장지배력 경쟁이 더욱 중요해질 것이며, 대형마트는 구조조정과 자산 효율화, 면세점은 수익성 회복 여부가 기업가치를 결정하는 핵심 변수로 작용할 전망이다.
- ◆ [투자전략: 업태보다 구조적 승자에 집중] 2026년 하반기 유통업종에 대해 비중확대(Overweight) 의견을 유지한다. 다만 이는 업종 전반의 동반 회복을 의미하는 것이 아니라 구조적 경쟁우위를 확보한 기업 중심의 선별적 투자전략을 의미한다. 앞으로는 외형 성장보다 시장점유율 확대, 고객 락인(Lock-in), 플랫폼 경쟁력, ROIC와 잉여현금흐름(FCF) 개선이 기업가치를 결정하는 핵심 요소가 될 것이다. 투자의 패러다임은 회복(Recovery)에서 재편(Reorganization)으로 이동하고 있으며, 향후 초과수익은 업종 선택보다 기업 선택에서 발생할 가능성이 높다. 업태별 투자선호도는 백화점 > 편의점 > 온라인 플랫폼 > 면세점 > 대형마트를 유지한다. Top picks로는 백화점 업태인 신세계(004170)와 현대백화점(069960)을 추천한다. 차선후주로는 편의점 업태인 BGF리테일(282330)과 GS리테일(007070), 실적 개선 가능성이 높은 현대그린푸드(453340)와 한섬(020000)을 추천한다. 향후 유통업체들의 주가 재평가는 무엇보다 영업실적, 주주환원이 뒷받침되는 가운데 미래성장 동력까지 확보한 기업들이 선두에 설 것이다.

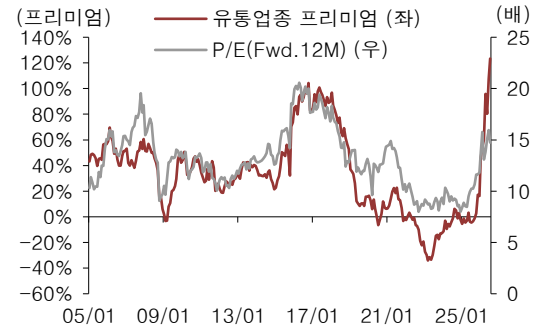
II. Key charts

그림 1 국내 유통업종지수 상대수익률 추이



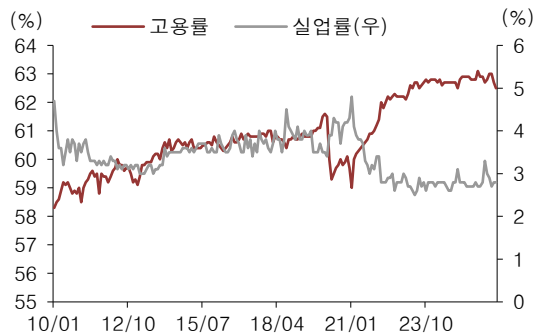
자료: Quantiwise, 흥국증권 리서치센터

그림 2 유통업종 12개월 forward P/E 프리미엄 추이



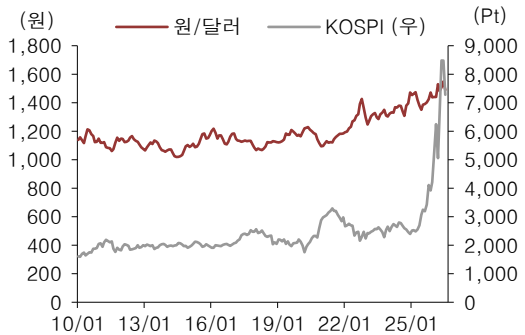
자료: Quantiwise, 흥국증권 리서치센터

그림 3 개선되고 있는 고용 상황



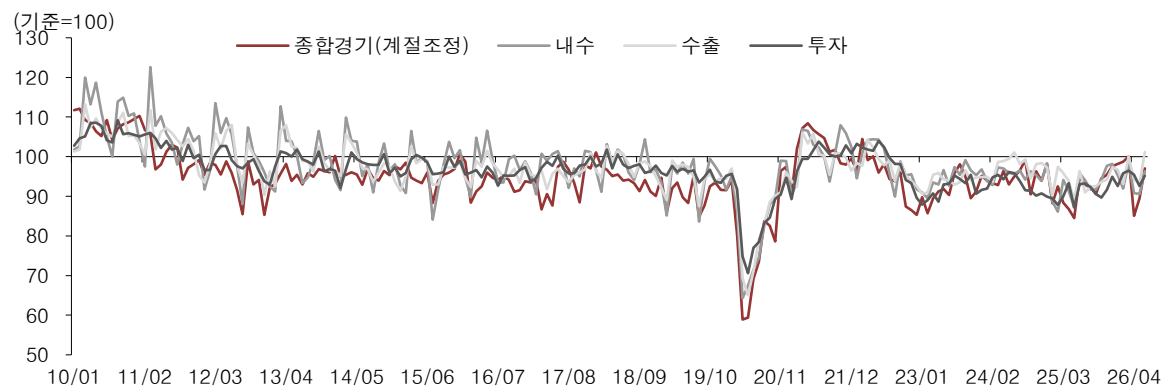
자료: 국가데이터처, 흥국증권 리서치센터

그림 4 KOSPI 상승세 지속 중



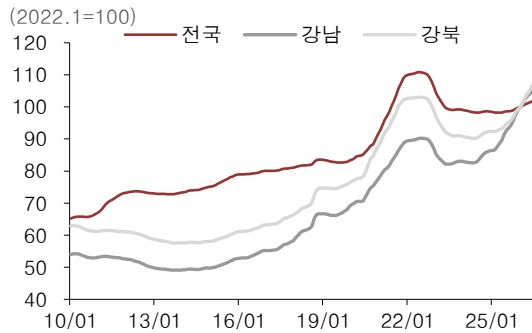
자료: Quantiwise, 흥국증권 리서치센터

그림 5 종합경기/내수/수출/투자 추이



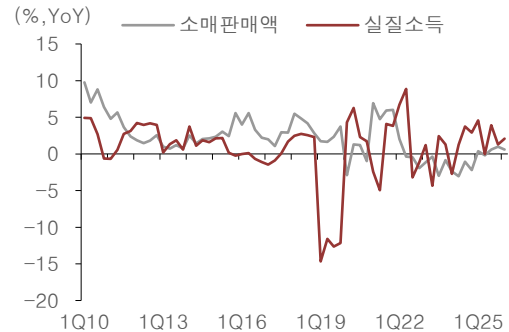
자료: 국가데이터처, 흥국증권 리서치센터

그림 6 아파트매매가격 지수, 서울 중심 신고가 경신



자료: 국가데이터처, 흥국증권 리서치센터

그림 7 실질소득과 소비 추이, 물가 안정화로 소비 개선 가능성



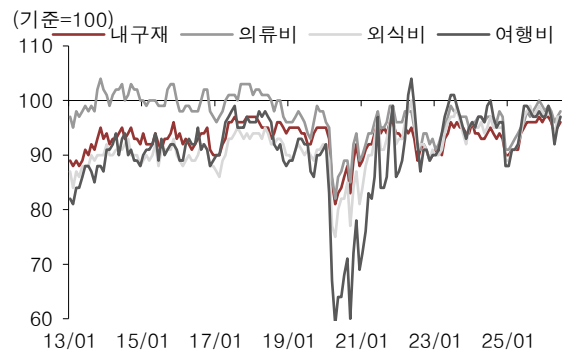
자료: 국가데이터처, 흥국증권 리서치센터

그림 8 원자재가격 하락으로 인플레이션 안정화



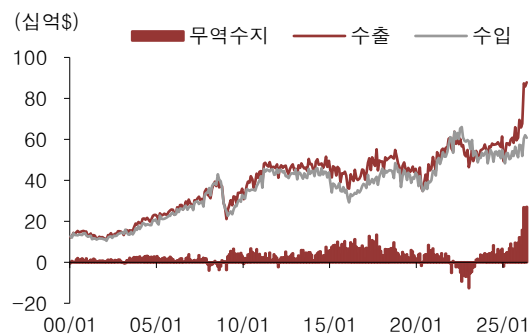
자료: Quantiwise, 흥국증권 리서치센터

그림 9 외식, 여행, 패션 소비지출 개선



자료: 국가데이터처, 흥국증권 리서치센터

그림 10 2023년 이후 견고한 무역수지



자료: Quantiwise, 흥국증권 리서치센터

그림 11 장기 침체에서 벗어나고 있는 소매업 판매



자료: 국가데이터처, 흥국증권 리서치센터

Ⅲ. 유통 투자전략: 경기보다 구조에 투자하라

1. 투자의 길라잡이

2026년 하반기 유통업종의 투자전략은 경기 회복보다 산업구조 변화에 초점을 맞춰야 한다. 과거 유통업은 민간소비 증가와 경기 회복의 수혜를 업종 전반이 공유하는 전형적인 경기민감 업종이었다. 그러나 최근 유통산업은 소비 양극화 심화, 온라인 시장의 성숙, 플랫폼 중심 경쟁 구조 정착, 인구구조 변화가 동시에 진행되면서 업태별·기업별 실적 차별화가 구조적으로 확대되고 있다.

이제 소비 증가 자체보다 소비가 어느 채널로 이동하는지가 더욱 중요하다. 소비는 평균적으로 회복되는 것이 아니라 특정 업태와 특정 기업으로 집중되고 있으며, 이러한 집중 현상은 향후에도 더욱 강화될 가능성이 높다. 따라서 하반기 투자전략은 업종 전체에 대한 비중 확대가 아니라 구조적 경쟁우위를 확보한 기업 중심의 압축 포트폴리오 구축이 핵심이다.

2. Recovery보다 Reorganization이 중요한 시장

2026년 하반기 유통산업의 핵심 키워드는 회복(Recovery)가 아니라 재편(Reorganization)이다. 과거에는 소비심리 개선과 내수경기 회복이 대부분의 유통업체 실적 개선으로 이어졌지만, 현재는 산업 자체가 성숙 단계에 진입하면서 동일한 소비환경에서도 업태별 성장성과 수익성이 크게 달라지고 있다. 국내 온라인 침투율은 이미 세계 최고 수준에 근접했고, 신규 출점을 통한 외형 성장도 한계에 도달했다. 여기에 저출산·고령화, 1인 가구 증가, 소비 패턴 변화까지 더해지면서 산업의 경쟁축은 외형 성장에서 생산성과 수익성 향상으로 이동하고 있다.

결국 앞으로 유통기업의 기업가치는 얼마나 많이 판매하는가가 아니라, 얼마나 높은 시장점유율을 확보하는가, 얼마나 높은 고객 충성도를 유지하는가, 얼마나 높은 ROIC와 FCF를 창출하는가에 의해 결정될 가능성이 높다. 이는 유통업 밸류에이션의 기준이 매출액 성장률에서 현금창출력과 자본효율성으로 이동하고 있음을 의미한다.

3. 소비 양극화는 일시적 현상이 아니라 새로운 표준

2026년 상반기를 거치면서 소비 양극화는 고착화를 넘어 심화 단계로 진입했다. 주식시장 상승과 일부 부동산 가격 회복에 따른 자산효과는 고소득층과 부유층의 소비 여력을 더욱 확대시키고 있다. 반면 높은 생활물가와 가계부채 부담은 중산층 이하 소비를 여전히 제약하고 있다. 그 결과 소비는 감소하는 것이 아니라 양극단으로 이동하고 있다. Premium 소비는 백화점과 명품, 해외여행, 프리미엄 식음료로 집중되고 있으며, Value 소비는 PB상품, 편의점, 초저가 플랫폼, 다이소 등으로 이동하고 있다. 가장 어려운 위치는 중간 가격대와 차별화되지 못한 범용 유통업체들이다. 향후에도 이러한 K자형 소비구조는 완화되기보다 더욱 강화될 가능성이 높으며, 이는 업태별 실적 격차를 확대시키는 가장 중요한 변수로 작용할 전망이다.

4. 하반기 투자 포인트: 백화점은 Core, 편의점은 Alpha

백화점을 여전히 유통업종 내 최선호 업태로 유지한다. 상반기 큰 폭의 주가 상승으로 단기적인 밸류에이션 부담은 존재-지난 6월 중순 이후 하락 조정으로 일정 부분 상쇄-하지만, 소비 양극화와 자산효과의 최대 수혜 업태라는 점은 변하지 않았다. 특히 백화점은 단순한 상품 판매 공간에서 벗어나 외식·문화·엔터테인먼트가 결합된 라이프스타일 플랫폼으로 진화하면서 온라인이 대체하기 어려운 경쟁우위를 확보하고 있다. VIP 고객 확대와 외국인 관광객 증가, 점포 리뉴얼 효과 역시 중장기적인 기존점 성장률 개선으로 이어질 가능성이 높다.

반면 편의점은 하반기 가장 높은 Alpha를 기대하는 업태다. 상반기에는 점포 포화 우려로 주가가 상대적으로 부진했지만, 이는 오히려 밸류에이션 부담을 크게 낮추는 결과를 가져왔다. PB 확대와 즉석식품 강화, 중대형 점포 확대, 운영 효율화, 적극적인 주주환원정책 등이 본격적으로 실적에 반영되는 시점에는 저평가 해소가 빠르게 진행될 가능성이 높다. 따라서 백화점이 안정적인 Core 투자라면, 편의점은 초과수익을 기대할 수 있는 Alpha 전략으로 접근하는 것이 적절하다.

5. 온라인은 점유율 경쟁, 대형마트는 구조조정 산업

온라인 플랫폼은 성장산업이 아니라 성숙산업으로 전환되고 있다. 향후 핵심 경쟁력은 GMV 증가가 아니라 시장점유율 확대와 수익성 개선이다. 물류 경쟁력과 고객 Lock-in을 확보한 선도 플랫폼의 독주 현상은 더욱 강화될 가능성이 높다.

반면 대형마트는 홈플러스 사례가 보여주듯 구조조정 산업으로 접근하는 것이 적절하다. 기존점 성장률보다 점포 효율화, 자산 유동화, 현금창출력이 기업가치의 핵심 변수로 자리잡을 전망이다. 면세점은 업황 저점을 통과하고 있으나 중국 소비 회복과 환율 등 외부 변수의 영향이 여전히 큰 만큼 턴어라운드 관점의 선별적 접근이 바람직하다.

6. 투자전략 및 리스크 요인 점검

유통업종에 대해 비중확대(Overweight) 의견을 유지한다. 다만 이는 업종 전체에 대한 일괄적인 매수를 의미하지 않는다. 향후 초과수익은 업태 선택보다 기업 선택에서 발생할 가능성이 높다. 핵심 체크포인트는 ① 소비 양극화 심화 여부, ② 자산효과 지속 여부, ③ 백화점 기존점 성장률(SSSG), ④ 편의점 점당 생산성과 전체 수익성, ⑤ 온라인 시장점유율 변화, ⑥ 외국인 관광객 증가율, ⑦ 홈플러스 구조조정 영향, ⑧ 기업별 주주환원 정책 확대 여부 등이다.

하반기 투자전략의 주요 리스크는 예상보다 큰 경기 둔화, 자산가격 조정에 따른 프리미엄 소비 위축, 중국 경기 회복 지연, 온라인 가격경쟁 심화, 정부 규제 변화 등이다. 다만 이러한 변수들이 존재하더라도 소비 양극화와 시장 집중이라는 구조적 흐름 자체를 훼손할 가능성은

제한적이다.

결론적으로 2026년 하반기 유통업종은 업종 전체가 아니라 구조적 승자에 집중해야 하는 시점이다. 투자의 초점은 경기 회복이 아니라 산업 재편에 맞춰져야 하며, 소비가 집중되는 업태와 시장점유율을 확대하는 기업이 가장 높은 기업가치 프리미엄을 누릴 것으로 판단한다.

표 1 업태별 투자 전략 요약

업태	투자 포인트	핵심 모멘텀	주요 리스크
백화점	소비 양극화 최대 수혜, 높은 이익률, 안정적 현금창출	VIP 고객 확대, 자산효과(주가·부동산), 외국인 관광객 증가, 점포 리뉴얼 효과	부의 자산효과(주가 급락 시) 고가 소비 위축
면세점	업황 저점 통과, 턴어라운드 기대	중국 관광객 회복, 공항면세점 정상화, 비용 효율화	중국 경기 둔화, 환율 변동성, 따이공 수요 감소
대형마트	자산가치 구조조정 모멘텀 홈플러스발 반사이익 지속	점포 효율화, 리뉴얼, 자산 유동화	온라인 침투 확대, 소비 감소, 고정비 부담
편의점	경기방어적 성격, 생활밀착형 소비 확대	PB상품 성장, HMR·디저트 확대, 객단가 상승, 퀵커머스 확대	최저임금 인상, 출점 포화, 가맹점 수익성
이커머스	시장 재편에 따른 선도기업 중심 점유율 확대	쿠팡 중심 시장 집중, AI·물류 경쟁력 광고사업 성장 멤버십 확대	중국 플랫폼 공세, 경쟁 심화

자료: 흥국증권 리서치센터

IV. 분석대상 기업 요약

구분		신세계	현대백화점	롯데쇼핑	이마트	호텔신라
투자 의견		Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가 변동		(유지)	(유지)	(유지)	(유지)	(유지)
목표주가(원)		930,000	270,000	220,000	120,000	65,000
현재주가(원)		610,000	159,100	147,600	79,400	47,200
상승여력(%)		52.5	69.7	49.1	51.1	37.7
절대수익률(%)	1M	-13.5	-13.2	-20.8	-12.0	-15.0
	3M	76.6	85.4	37.4	-18.7	-5.3
	6M	117.9	68.2	101.4	-3.9	2.1
	12M	210.9	96.2	87.5	-20.1	-9.8
상대수익률(%)	1M	1.3	1.6	-6.0	2.8	-0.2
	3M	57.0	65.8	17.8	-38.3	-24.9
	6M	66.0	16.3	49.5	-55.7	-49.8
	12M	84.4	-30.4	-39.0	-146.7	-136.3
매출액증가율(%)	2025	5.5	1.0	-1.8	-0.2	3.1
	2026E	7.8	2.7	3.5	-0.4	0.8
	2027E	4.2	6.3	3.2	2.2	3.7
영업이익증가율(%)	2025	0.6	33.1	15.6	584.8	흑전
	2026E	55.5	25.2	54.8	64.1	1,226.1
	2027E	9.4	19.1	9.3	6.9	27.5
순이익증가율(%)	2025	-87.1	흑전	흑전	흑전	적지
	2026E	2,480.4	51.5	792.5	-24.5	흑전
	2027E	11.7	21.2	12.2	78.6	54.1
PER(배)	2025	170.9	9.7	39.8	16.5	-10.1
	2026E	14.5	10.9	9.1	20.7	17.8
	2027E	13.0	9.0	8.1	11.6	11.6
PBR(배)	2025	0.5	0.4	0.1	0.2	1.6
	2026E	1.2	0.8	0.3	0.2	1.7
	2027E	1.2	0.7	0.3	0.2	1.5
ROE(%)	2025	0.3	4.6	0.3	1.3	-14.5
	2026E	7.9	6.8	3.0	0.9	8.9
	2027E	8.3	7.9	3.3	1.6	12.9
배당수익률(%)	2025	2.1	2.4	5.5	3.1	n/a
	2026E	0.9	1.4	2.8	3.3	0.4
	2027E	1.0	1.6	3.0	3.4	0.4

주: 2026년 7월 15일 종가 기준

자료: Bloomberg, 흥국증권 리서치센터

구분		BGF리테일	GS리테일	현대그린푸드	한섬	롯데하이마트
투자 의견		Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가 변동		(유지)	(상향)	(유지)	(유지)	(유지)
목표주가(원)		180,000	37,000	25,000	33,000	8,400
현재주가(원)		123,600	25,700	18,030	21,700	6,140
상승여력(%)		45.6	44.0	38.7	52.1	36.8
절대수익률(%)	1M	-4.8	3.4	2.6	-6.1	-9.7
	3M	-6.9	12.2	12.7	-9.2	-23.3
	6M	12.7	23.0	20.2	45.2	-15.2
	12M	0.3	43.5	2.6	21.6	-35.0
상대수익률(%)	1M	9.9	18.2	17.3	8.7	5.1
	3M	-26.4	-7.4	-6.9	-28.8	-42.8
	6M	-39.2	-28.9	-31.6	-6.7	-67.0
	12M	-126.2	-83.1	-124.0	-104.9	-161.5
매출액증가율(%)	2025	4.2	3.3	2.6	0.4	-2.4
	2026E	4.7	4.2	7.8	7.8	-2.8
	2027E	3.6	3.5	5.4	6.2	2.9
영업이익증가율(%)	2025	0.9	14.1	10.5	-17.8	460.2
	2026E	15.3	17.1	36.2	90.4	126.8
	2027E	6.7	9.2	4.8	17.1	72.1
순이익증가율(%)	2025	0.0	1,604.9	17.7	3.6	적지
	2026E	11.5	341.9	33.2	73.2	적지
	2027E	8.6	8.5	5.4	18.9	흑전
PER(배)	2025	9.3	38.7	5.9	7.8	-73.0
	2026E	9.8	11.2	5.0	6.1	-33.7
	2027E	9.0	10.3	4.7	5.1	10.1
PBR(배)	2025	1.4	0.5	0.7	0.2	0.2
	2026E	1.5	0.6	0.7	0.3	0.2
	2027E	1.3	0.6	0.6	0.3	0.2
ROE(%)	2025	15.6	1.3	12.5	3.3	-0.3
	2026E	15.7	5.7	15.0	5.5	-0.5
	2027E	15.4	6.0	14.1	6.2	1.5
배당수익률(%)	2025	3.9	3.0	4.3	4.7	4.0
	2026E	3.4	2.5	3.9	3.7	4.9
	2027E	3.5	2.7	4.2	3.9	4.9

주: 2026년 7월 15일 종가 기준

자료: Bloomberg, 흥국증권 리서치센터

표 2 글로벌 주요 유통사 Peer Valuation 비교

회사	시가총액 (백만달러)	주가수익률(%)				PER(배)		PBR(배)		EV/EBITDA(배)		ROE(%)	
		1M	3M	6M	12M	26E	27E	26E	27E	26E	27E	26E	27E
신세계	5,544,321	-24.2	57.6	106.7	208.6	14.1	12.0	1.1	1.0	9.3	8.8	8.4	8.8
롯데쇼핑	3,954,768	-29.5	14.6	85.7	83.7	11.3	9.7	0.3	0.2	8.6	8.4	2.4	2.7
현대백화점	3,392,161	-22.3	72.9	64.0	97.6	12.3	9.8	0.7	0.7	7.4	6.6	5.9	7.0
이마트	2,199,387	-12.8	-22.8	-4.9	-17.8	12.8	7.8	0.2	0.2	8.5	8.0	1.6	2.5
GS리테일	1,497	2.7	12.8	25.7	52.1	11.8	10.6	0.7	0.6	4.4	4.5	5.6	5.9
BGF리테일	1,495	-0.2	-6.0	10.9	5.8	10.2	9.2	1.5	1.4	2.5	2.5	15.5	15.6
호텔신라	1,274	-20.3	-10.7	2.9	-6.2	18.5	13.5	1.6	1.4	10.6	9.4	8.5	11.0
현대그린푸드	403	4.1	13.3	22.3	1.3	5.1	5.0	0.7	0.7	2.2	2.1	15.1	14.0
한섬	315	-5.0	-13.7	44.1	23.0	6.0	5.1	0.3	0.3	2.6	2.4	5.4	5.9
롯데하이마트	99	-8.9	-23.9	-11.7	-31.0	-	10.1	0.2	0.2	4.5	3.7	-0.5	1.5
Wal mart	895,523	-7.0	-9.8	-6.0	18.3	38.4	34.2	8.4	7.5	19.3	17.6	21.6	22.6
Costco	406,466	-7.1	-7.2	-4.9	-3.7	44.6	40.4	12.1	9.8	27.4	24.7	28.7	26.1
Target	62,810	3.7	11.6	24.3	36.5	16.5	15.4	3.6	3.4	8.7	8.3	22.8	23.1
Tesco	40,039	2.0	-4.5	11.8	15.8	15.2	14.0	2.6	2.5	8.0	7.7	17.1	17.7
Carrefour	13,844	-1.3	-2.3	18.9	36.1	9.5	8.8	1.0	1.0	4.7	4.6	11.1	11.0
Isetan Mitsukoshi	9,051	7.3	25.8	51.5	88.3	22.1	21.6	2.2	2.1	13.6	13.3	9.9	9.7
Macy's	6,250	-4.7	24.5	9.3	97.2	10.7	10.3	1.2	1.2	4.1	4.1	12.1	11.9
Takashimaya	4,696	14.5	29.4	30.5	124.8	18.1	17.6	1.5	1.4	12.1	11.6	8.7	8.4

주: 2026년 7월 15일 종가 기준

자료: Bloomberg, 흥국증권 리서치센터

V. 유통업 구조의 변화: 새로운 패러다임에 진입

1. 경기순환보다 구조적 변화가 더 중요해진 시대

한국 유통산업은 지금까지 경기 회복과 소비 증가라는 순환(Cycle)의 영향을 크게 받는 산업으로 인식되어 왔다. 경기 확장기에는 대부분의 업체가 동반 성장했고, 경기 둔화기에는 업종 전반의 실적이 함께 악화되는 패턴이 반복됐다. 따라서 투자자 역시 민간소비 증가율, 소비심리지수, GDP 성장률 등 거시경제 변수에 초점을 맞춰 업종의 방향성을 판단하는 경우가 많았다.

그러나 2026년을 기점으로 이러한 분석 틀은 더 이상 유효하지 않다. 국내 유통산업은 성숙기에 진입했으며, 산업을 움직이는 핵심 동력이 경기순환에서 구조적 변화(Structural Change)로 이동하고 있기 때문이다. 저출산·고령화에 따른 인구구조 변화, 온라인 시장의 성숙, 소비 양극화, 플랫폼 경제 확산, 디지털 기술 발전 등이 동시에 진행되면서 유통산업은 새로운 경쟁 국면에 진입하고 있다. 앞으로 유통기업의 성과는 경기 회복의 강도보다 변화하는 소비구조에 얼마나 빠르게 대응하는지에 의해 결정될 가능성이 높다. 동일한 소비환경에서도 기업 간 실적 차별화가 확대되는 이유도 여기에 있다.

2. Market Expansion에서 Market Reorganization으로

향후 국내 유통업을 설명하는 핵심 키워드는 **시장 확대(Market Expansion)**가 아니라 **시장 재편(Market Reorganization)**이다. 지난 20여 년간 국내 유통업은 신규 출점과 온라인 침투율 확대를 기반으로 외형 성장을 지속했다. 백화점은 신규 점포를 확대했고, 대형마트는 전국적인 출점 경쟁을 벌였으며, 온라인 기업들은 거래액(GMV) 증가 자체가 기업가치 상승으로 이어졌다. 하지만 이제 대부분의 시장은 성숙 단계에 도달했다.

온라인 침투율은 이미 세계 최고 수준에 근접할 정도인 바 추가적인 상승은 쉽지 않고, 대형마트와 백화점 역시 신규 출점을 통한 성장 여력이 과거보다 크게 감소했다. 소비 증가율 역시 경제성장률을 크게 웃돌기 어려운 환경이다. 이제 경쟁의 초점은 시장을 키우는 것이 아니라 기존 시장 안에서 누가 점유율을 가져오는가로 이동하고 있다. 향후 **유통업에서는 시장점유율 확대와 고객 충성도 강화, 플랫폼 경쟁력 확보가 가장 중요한 성장 전략**이 될 전망이다.

3. 소비의 양보다 소비의 질이 기업가치를 결정

향후 소비시장의 가장 중요한 변화는 소비 규모보다 소비의 질이다. 국내 소비는 이미 K자형 구조가 고착화되고 있다. 고소득층과 부유층은 자산효과를 바탕으로 명품과 프리미엄 소비를 지속하는 반면, 일반 소비자는 PB상품과 초저가 채널을 적극 활용하는 가치소비를 확대하고 있다. 흥미로운 점은 동일한 소비자가 두 가지 소비를 동시에 한다는 것이다. 생활용품은 가장 저렴한 곳에서 구매하면서도 여행, 명품, 프리미엄 식음료 등 나를 위한 선택적 소비에는 과감하게 지출한다. 소비를 줄이는 것이 아니라 소비의 우선순위를 재배분하고 있는 것이다.

따라서 앞으로는 평균적인 소비 회복보다 소비가 어느 업태로 이동하는지를 분석하는 것이 더욱 중요하다. 이는 백화점과 다이소가 동시에 성장하고, 쿠팡과 프리미엄 브랜드가 함께 성장하는 현상을 설명하는 핵심 배경이기도 하다.

4. 상품 경쟁에서 플랫폼 경쟁으로

유통업의 경쟁 방식 역시 근본적으로 변화하고 있다. 과거에는 얼마나 좋은 상품을 확보하는지가 경쟁력이었다면 앞으로는 고객을 얼마나 오래 플랫폼 안에 머물게 하는지가 핵심 경쟁력이 될 것이다. 배송과 멤버십, AI 추천서비스, 개인화 마케팅, 데이터 분석, 구독서비스는 모두 고객 락인(Lock-in)을 강화하기 위한 전략이다.

온라인뿐 아니라 오프라인 역시 플랫폼으로 진화하고 있다. 백화점은 쇼핑 공간이 아니라 라이프스타일 플랫폼으로 변화하고 있으며, 쇼핑몰은 외식과 문화, 엔터테인먼트를 결합한 체험형 공간으로 진화하고 있다. 향후 경쟁은 **상품 개발·계획(merchandizing)**이 아니라 **고객 경험(Customer Experience)**을 누가 더 많이 제공하는가의 경쟁으로 바뀔 것이다.

5. 외형 성장보다 생산성과 자본효율성이 중요

향후 기업가치 평가 기준 역시 크게 변화할 전망이다. 과거 유통기업은 매출액 성장률과 신규 출점이 가장 중요한 평가 요소였다. 앞으로는 성장보다 생산성이 더욱 중요해질 것이다. 동일한 점포에서 얼마나 많은 매출액을 창출하는지(SSSG), 얼마나 높은 영업이익률을 유지하는지, 얼마나 효율적으로 자본을 활용하는지가 기업가치를 결정하게 된다.

이에 따라 ROIC, ROE, 잉여현금흐름(FCF), 현금창출력 등이 매출액 증가율보다 더욱 중요한 투자지표로 자리 잡을 것이다. 특히 주주환원 확대와 자본배분 효율성은 유통기업의 밸류에이션 프리미엄을 결정하는 핵심 요인으로 부상할 전망이다.

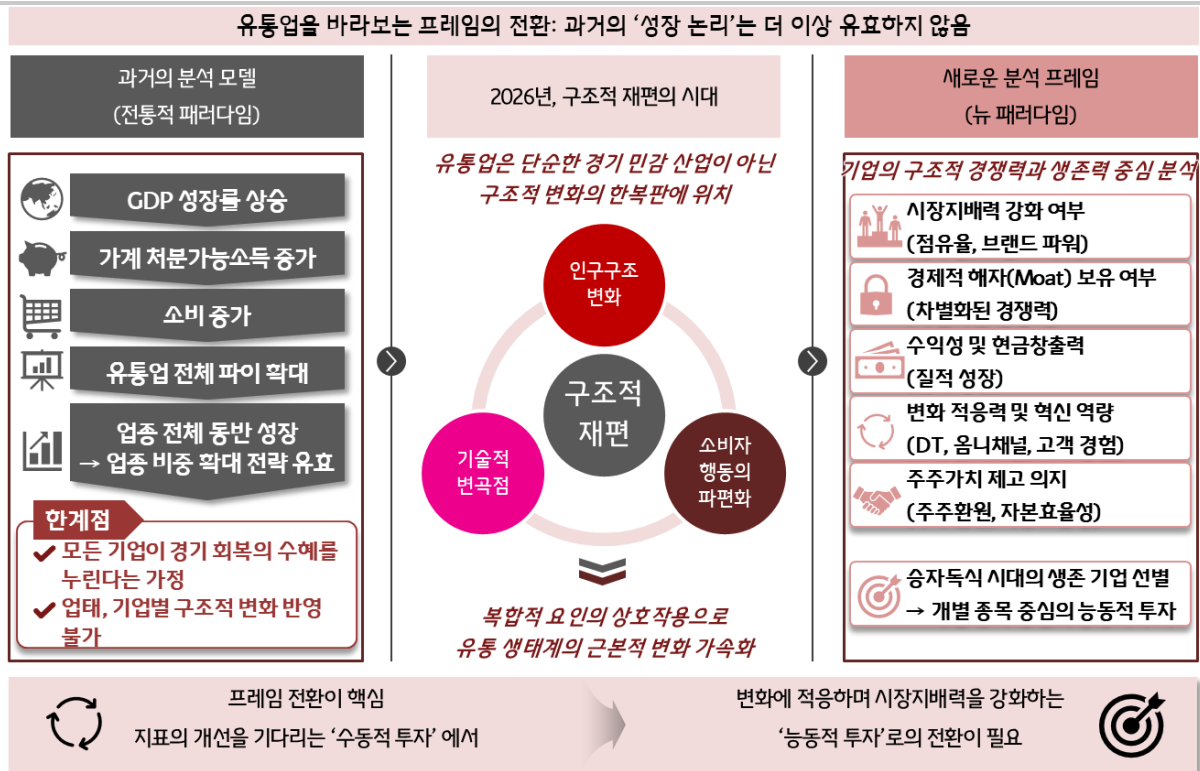
6. 승자독식(Winner Takes Most) 시대의 본격화

향후 국내 유통업은 승자독식(Winner Takes Most) 현상이 더욱 강화될 전망이다. 플랫폼 경쟁력과 고객 충성도를 확보한 선도기업은 더욱 많은 고객과 데이터를 확보하면서 규모의 경제를 강화하게 된다. 반면 차별화에 실패한 기업은 가격 경쟁 심화와 수익성 악화로 구조조정 압력이 확대될 가능성이 높다. 이는 업종 전체의 상승보다 업태와 기업 간 성과 차별화를 더욱 확대시키는 요인으로 작용할 것이다. 따라서 향후 투자전략 역시 업종 전체에 대한 접근보다 구조적 경쟁우위를 확보한 기업 중심의 선별적 투자가 중요하다.

결국 국내 유통산업은 **회복(Recovery)**에서 **재편(Reorganization)**으로, **시장 확대(Market Expansion)**에서 **시장점유율 확대(Market Share Expansion)**로, **상품 경쟁에서 플랫폼 경쟁**으로, **외형 성장에서 자본효율성으로 중심축이 이동하는 새로운 시대에 진입**하고 있다. 이러한 변화는 2026년 하반기에 그치지 않고 향후 수년간 국내 유통산업의 기업가치와 투자성장을 결

정하는 가장 중요한 구조적 변화가 될 것이다.

그림 12 유통 섹터 해석 프레임(Framework)의 전환



자료: 흥국증권 리서치센터

VI-1. 소비환경 분석 (현재)

1. 경기 회복보다 소비구조 변화가 더 중요하다

2026년 하반기 국내 소비환경은 완만한 회복 국면을 이어갈 것이다. 실질소득 증가와 긍정적인 자산효과는 부유층과 고소득층을 중심으로 소비심리 개선과 함께 소비지출 증가로 연결되고 있다. 또한, 코로나19 이후 위축됐던 서비스 소비 역시 점진적인 정상화 과정을 이어가고 있다. 그러나 이러한 일부 계층의 소비 회복을 과거와 같은 전면적인 내수 확대로 해석하는 것은 적절하지 않다.

국내 소비를 둘러싼 거시환경은 이전과 근본적으로 달라졌다. 저출산·고령화에 따른 인구구조 변화, 높은 가계부채, 생활물가 상승, 소득 증가율 둔화는 소비 회복의 폭을 제한하는 구조적인 요인으로 작용하고 있다. 반면 주식과 부동산 등 자산가격 상승은 일부 계층의 소비여력을 확대시키면서 소비 양극화를 더욱 심화시키고 있다. 결국 향후 소비시장은 **얼마나 소비하는가보다 누가 무엇에 소비하는가가 기업의 실적과 기업가치를 결정하는 시대**에 진입하고 있다. 소비 증가율만으로 유통업종을 판단하던 기존 분석 틀에서 벗어나 소비의 이동 방향과 소비계층의 변화를 함께 분석해야 하는 이유가 여기에 있다.

2. 소비를 결정하는 변수도 달라지고 있다

과거에는 실질소득 증가율과 소비심리지수가 소비를 설명하는 가장 중요한 변수였다. 그러나 현재의 소비는 소득만으로 설명하기 어려운 복합적인 구조를 갖고 있다. 향후 국내 소비를 결정하는 핵심 변수는 ① 소득효과(Income Effect), ② 자산효과(Asset Effect), ③ 신용효과(Credit Effect), ④ 심리효과(Sentiment Effect), ⑤ 인구효과(Demographic Effect)의 다섯 가지로 요약할 수 있다.

이 가운데 가장 중요한 변화는 자산효과의 영향력이 크게 확대되고 있다는 점이다. 최근 국내 증시의 상승과 일부 지역의 부동산 가격 회복은 금융자산과 부동산을 동시에 보유한 부유층의 소비여력을 크게 높이고 있다. 반면 자산 보유가 제한적인 계층은 높은 물가와 부채 부담으로 소비 확대에 제약을 받고 있다. 동일한 경기환경에서도 소득계층 간 구매력이 빠르게 벌어지는 이유다. 신용환경 역시 과거보다 보수적으로 변화하고 있다. 금리 부담은 완화되고 있지만 가계부채 수준이 여전히 높아 차입을 통한 소비 확대는 제한적일 가능성이 높다. 여기에 생산가능인구 감소와 고령화는 소비의 양적 성장보다 질적 성장의 중요성을 더욱 높이고 있다. 향후 소비시장은 경기순환보다 인구구조와 자산구조의 영향을 더 크게 받을 것이다.

3. 소비 양극화는 일시적 현상이 아니라 새로운 표준(New Normal)

최근 국내 소비시장을 설명하는 가장 중요한 키워드는 소비 양극화다. 과거에는 경기 회복 여부에 따라 대부분의 소비가 함께 증가하거나 감소했다면, 현재는 소비가 특정 계층과 특정 업

태로 집중되는 구조가 빠르게 고착화되고 있다.

자산가격 상승의 수혜를 받은 부유층은 명품과 프리미엄 패션, 하이엔드 리빙, 해외여행, 미식 등 고급재 소비를 지속적으로 확대하고 있다. 반면 일반 소비자는 생활필수품과 식료품, 생활 용품을 중심으로 가성비가 높은 PB상품과 초저가 채널을 적극 활용하고 있다. 즉 소비는 줄어드는 것이 아니라 양극단으로 이동하고 있으며, 이러한 흐름은 향후에도 지속될 가능성이 높다.

중요한 점은 소비 양극화가 단순한 소득 격차만으로 설명되지 않는다는 것이다. 금융자산과 부동산 등 자산가격의 상승 여부가 소비여력을 결정하는 핵심 변수로 부상하면서 자산효과가 소비 양극화를 더욱 심화시키고 있다. 특히 국내 증시 강세와 부동산 가격 상승은 백화점과 명품, 프리미엄 식품, 해외여행 등 고가 소비시장에 우호적인 환경을 조성하고 있다. 반대로 자산 축적이 제한적인 계층은 실질소득 증가에도 불구하고 생활비 부담이 지속되면서 가격 중심의 소비를 이어갈 가능성이 높다.

이러한 변화는 유통업체의 실적에도 직접적인 영향을 미친다. 소비 양극화는 업종 전체의 성장보다 업태별 차별화를 확대시키며, 백화점과 H&B스토어, 프리미엄 아울렛 등은 구조적인 수혜를 받는 반면, 차별화가 부족한 범용 유통채널은 성장 둔화 압력을 받을 수밖에 없다. 따라서 향후 유통섹터 투자에서는 민간소비 증가율보다 소비가 어느 업태와 어느 기업으로 이동하는지를 분석하는 것이 더욱 중요하다.

4. 투자 시사점

2026년 하반기 소비환경은 분명 개선되고 있다. 그러나 이는 모든 유통업체에 동일한 기회를 제공하는 회복 국면이 아니다. 소비는 업종 전체로 확산되기보다 경쟁력을 확보한 특정 업태와 특정 기업으로 집중될 가능성이 높다. 따라서 투자자는 소비 증가율 자체보다 소비 이동(Direction of Consumption)을 분석해야 하며, 소비 양극화의 수혜를 받을 수 있는 업태와 시장점유율을 확대하는 기업에 우선적으로 주목할 필요가 있다.

향후 유통업종 투자에서 가장 중요한 질문은 소비가 얼마나 늘어나는가가 아니라 소비가 어디로 이동하는가가 될 것이다. 이는 이후 업태별 전망에서도 일관되게 적용되는 가장 중요한 투자 판단 기준이다.

VI-2. 소비환경 분석 (증장기)

1. 가치소비(Value Consumption)가 소비의 새로운 기준

향후 국내 소비시장을 이해하기 위해서는 가성비 소비(Value-for-Money Consumption)와 가치 소비(Value Consumption)를 구분할 필요가 있다. 과거의 소비자는 동일한 상품을 가장 저렴하게 구매하는 데 초점을 맞췄다면, 현재의 소비자는 자신이 중요하게 생각하는 분야에는 적극적으로 지출하고 그렇지 않은 분야에서는 비용을 최소화하는 선택적 소비 패턴을 보이고 있다. 즉 소비를 줄이는 것이 아니라 소비의 우선순위를 재배분하는 것이다.

대표적인 사례가 생활용품은 초저가 채널이나 PB상품을 이용하면서도 명품, 프리미엄 식품, 여행, 문화생활에는 아낌없이 지출하는 소비행태다. 동일한 소비자가 백화점에서 명품을 구매하는 동시에 다이소에서 생활용품을 구매하고, 쿠팡에서 생필품을 주문하는 모습은 더 이상 예외적인 현상이 아니다. 이는 소비자의 구매 기준이 가격 자체가 아니라 나에게 제공되는 가치로 이동하고 있음을 의미한다.

이러한 가치소비의 확산은 유통업체의 경쟁 방식에도 변화를 가져오고 있다. 단순히 가격 경쟁력을 확보하는 것만으로는 지속적인 성장을 기대하기 어려우며, 차별화된 상품 구성과 브랜드 경쟁력, 고객 경험을 제공할 수 있는 기업이 시장을 선도할 가능성이 높다. 결국 소비자의 시간을 얼마나 확보하고, 얼마나 높은 만족도를 제공하는지가 기업의 시장지배력을 결정하는 핵심 요소가 될 것이다.

2. 플랫폼 중심 소비가 유통산업의 경쟁구조를 변화시킨다

유통산업은 이제 개별 상품을 판매하는 산업에서 고객과의 관계를 관리하는 플랫폼 산업으로 빠르게 전환되고 있다. 과거에는 점포 수와 상품 구색이 경쟁력이었다면, 앞으로는 고객이 특정 플랫폼 안에서 얼마나 자주 소비하고 얼마나 오래 머무르는지가 더욱 중요해질 전망이다.

온라인 플랫폼은 이미 이러한 변화를 주도하고 있다. 검색과 결제, 멤버십, 콘텐츠, 물류가 하나의 생태계로 연결되면서 고객의 반복구매를 유도하고 있으며, 축적된 데이터를 기반으로 개인화된 상품 추천과 마케팅을 제공하고 있다. 이는 단순한 거래 확대를 넘어 고객충성도를 높이고 시장점유율을 확대하는 선순환 구조를 형성하고 있다. 오프라인 유통 역시 같은 방향으로 진화하고 있다. 백화점은 쇼핑 공간을 넘어 문화와 외식, 엔터테인먼트가 결합된 복합 라이프스타일 플랫폼으로 변화하고 있으며, 편의점은 생활밀착형 서비스와 금융·택배·모빌리티 기능까지 결합한 생활 플랫폼으로 진화하고 있다. 앞으로의 경쟁은 상품을 얼마나 많이 판매하는가가 아니라 고객의 일상 속에서 얼마나 높은 접점을 확보하는가의 경쟁이 될 것이다.

3. 향후 3~5년 소비환경 전망

증장기적으로 국내 소비환경은 완만한 성장세를 이어가겠지만, 과거와 같은 고성장을 기대하기는 어렵다. 이는 생산가능인구 감소와 고령화는 소비의 양적 확대를 제약하는 구조적 요인이

며, 경제성장률 둔화 역시 전체 소비 증가율을 제한할 가능성이 높기 때문이다.

반면, 소비의 질적 변화는 더욱 빠르게 진행될 전망이다. 프리미엄 소비와 가치소비는 동시에 확대되고, 온라인과 오프라인의 경계는 더욱 희미해질 것이다. AI 기반 개인화 서비스와 데이터 분석 기술은 고객 경험을 한층 고도화하며, 소비자는 가격보다 편의성, 신뢰성, 브랜드 경험을 중시하는 방향으로 변화할 가능성이 높다. 또한 ESG 경영과 친환경 소비, 건강과 웰니스, 프리미엄 식품 등 새로운 소비 트렌드도 유통기업의 성장 전략에 중요한 변수로 작용할 전망이다. 이러한 변화는 특정 업체의 일시적인 호황이 아니라 유통산업 전반의 경쟁구조를 재편하는 장기적인 흐름으로 이해할 필요가 있다.

4. 유통기업의 경쟁력도 새로운 기준으로 평가해야 한다

소비환경 변화는 유통기업의 기업가치 평가 기준도 바꾸고 있다. 과거에는 신규 출점과 매출액 성장률이 핵심 지표였다면, 앞으로는 동일 점포의 생산성 향상과 고객 충성도, 자본효율성, 현금창출력이 더욱 중요한 평가기준이 될 것이다.

특히 고객 데이터를 얼마나 효과적으로 활용하는지, AI와 디지털 기술을 통해 운영 효율성을 얼마나 높이는지, PB상품과 차별화된 콘텐츠를 통해 고객의 재방문율을 얼마나 높이는지가 기업의 중장기 경쟁력을 결정하는 핵심 요소로 부상하고 있다. 따라서 시장점유율 확대와 함께 높은 ROIC와 안정적인 잉여현금흐름(FCF)을 창출하는 기업이 지속적인 밸류에이션 프리미엄을 받을 가능성이 높다.

5. 투자 시사점

향후 국내 소비환경은 단순한 경기순환보다 구조적 변화의 영향을 더욱 크게 받을 전망이다. 소비는 특정 업체와 특정 기업으로 집중되는 승자독식(Winner Takes Most) 현상이 지속될 가능성이 높으며, 플랫폼 경쟁력과 고객 충성도를 확보한 기업이 시장 재편의 최대 수혜자가 될 전망이다.

투자자의 관점에서도 분석의 초점은 달라져야 한다. 소비 증가율이나 소매판매 증가율과 같은 거시지표만으로는 기업가치의 변화를 설명하기 어렵다. 앞으로는 ① 소비의 이동 방향(Direction of Consumption), ② 시장점유율 변화(Market Share Gain), ③ 고객 충성도(Customer Loyalty), ④ 플랫폼 경쟁력(Platform Competitiveness), ⑤ 자본효율성(ROE·ROIC·FCF)을 중심으로 기업을 평가하는 접근이 필요하다.

결국 향후 유통업 투자의 핵심은 소비가 회복되는가가 아니라 소비가 누구에게 집중되는가이다. 이러한 구조적 변화는 2026년 하반기에 그치지 않고 향후 수년간 국내 유통산업의 기업가치와 투자성가를 결정하는 가장 중요한 투자 프레임으로 자리 잡을 것이다.

표 3 소비환경 변화와 투자 시사점

구분	현재 소비환경	중장기 소비환경	투자 시사점
소비 방향	완만한 소비 회복	저성장 속 질적 성장 지속	소비 증가보다 소비 이동 (Direction)에 주목
소비 결정 변수	금리 인하, 자산효과, 소비심리 개선	소득보다 자산효과·인구구조 영향 확대	자산가격 변화가 소비를 결정
소비 패턴	프리미엄 소비와 가성비 소비 동시 확대	Value Consumption(가치소비) 정착	업체별 차별화 심화
소비 양극화	K자형 소비구조 심화	New Normal로 고착	백화점·H&B·프리미엄 소비 수혜 지속
유통기업 경쟁력	가격 경쟁보다 서비스 차별화	고객 충성도·데이터 경쟁	플랫폼 기업 중심 재편
성장 방식	외형 성장 둔화	시장점유율 경쟁 본격화	Market Expansion → Market Share Expansion
기업가치 평가	실적 안정성 중시	ROIC·FCF·주주환원 중요	자본효율성이 밸류에이션 결정
산업구조	업체별 실적 차별화	Winner Takes Most 심화	구조적 승자 중심 투자 필요
투자전략	백화점·편의점 중심 업체별 차별화	플랫폼 경쟁력 보유 기업 선호 구조적 승자 중심 재편	업종보다 기업 선택이 중요

자료: 흥국증권 리서치센터

Ⅶ. 업태별 동향 및 향후 전망

1. 백화점: 양극화의 승자, 프리미엄 소비의 중심축

1) 소비 양극화의 최대 수혜 업태

2026년 하반기 백화점 업태는 국내 유통업종 가운데 가장 안정적인 실적과 높은 수익성을 기록할 전망이다. 최근 국내 소비시장은 경기 회복이 점진적으로 이루어지고 있지만, 소비 회복의 온기는 모든 업태에 동일하게 나타나지 않고 있다. 소비 양극화가 심화되면서 고소득층과 자산 보유 계층을 중심으로 한 프리미엄 소비는 건조한 반면, 중산층과 실속 소비층은 소비를 선택적으로 집행하는 경향이 강화되고 있다. 이러한 소비구조 변화는 백화점 산업에 가장 우호적인 환경을 조성하고 있다.

과거 백화점은 경기 회복기에 성장하고 경기 침체기에 부진한 대표적인 경기민감 업종이었다. 그러나 최근에는 산업의 성격이 근본적으로 변화하고 있다. 소비의 양보다 소비의 질이 중요해지고, 고객 기반도 일반 소비자에서 VIP 고객 중심으로 재편되면서 경기 변동에 대한 민감도는 과거보다 크게 낮아졌다. 이제 백화점은 경기 회복을 기다리는 업태가 아니라 소비 양극화의 구조적인 수혜를 누리는 업태로 평가할 수 있다.

2) 자산효과와 프리미엄 소비 확대

백화점 실적을 결정하는 핵심 변수는 소비심리보다 자산효과(Asset Effect)이다. 국내 주식시장 강세와 일부 지역의 부동산 가격 상승은 금융자산과 부동산을 보유한 부유층 소비자들의 구매력을 높이는 요인으로 작용하고 있다. 특히 백화점 핵심 고객인 VIP 고객은 일반 소비자보다 자산가격 변화에 민감한 특성을 보이며, 명품과 해외패션, 하이주얼리, 프리미엄 리빙 등 고가 상품 소비를 지속하고 있다. 또한 소비자들의 구매 패턴도 변화하고 있다. 생필품과 생활용품은 가성비를 중시하면서도, 여행·명품·미식·문화생활 등 자신이 중요하게 생각하는 분야에는 지출을 아끼지 않는 선택적 소비가 일반화되고 있다. 이는 백화점의 객단가 상승과 고마진 상품 판매 확대를 뒷받침하는 요인으로 작용하고 있다.

3) 쇼핑 공간에서 라이프스타일 플랫폼으로 진화

백화점은 명품 판매 중심의 유통채널에서 벗어나 복합 라이프스타일 플랫폼으로 빠르게 진화하고 있다. 주요 백화점들은 프리미엄 식품관과 유명 F&B 브랜드를 확대하고, 팝업스토어와 문화 예술 콘텐츠를 강화하면서 고객 체류시간과 방문 빈도를 높이고 있다. 특히 리뉴얼을 통해 쇼펍뿐만 아니라 외식, 문화, 엔터테인먼트 기능을 강화하면서 온라인 플랫폼과 차별화된 경쟁력을 확보하고 있다. 과거에는 상품 판매가 경쟁력이었다면, 앞으로는 고객 경험(Customer Experience)과 공간 가치(Space Value)가 백화점의 핵심 경쟁력이 될 전망이다. 이는 온라인 채널이 쉽게 대체하기 어려운 백화점만의 강점이다.

4) 외국인 소비 증가도 긍정적 변수

외국인 관광객 증가 역시 향후 백화점 업태에 긍정적인 영향을 미칠 것이다. 중국인 관광객 회복 속도는 완만하지만, 일본과 동남아시아 관광객 증가와 K-패션·K-뷰티에 대한 관심 확대는 외국인 매출 증가로 이어질 전망이다. 주요 백화점들은 다국어 서비스와 모바일 결제 시스템, 외국인 전용 프로모션을 강화하며 관광객 수요를 적극적으로 흡수하고 있다. **고객 구성이 특정 국가에 편중되지 않고 다변화되고 있다는 점도 장기적으로 산업 안정성을 높이는 긍정적인 변화로 평가할 수 있다.**

5) 하반기 전망 및 투자전략

2026년 하반기 백화점 업태는 고성장보다 고수익, 외형 확대보다 질적 성장이 핵심 키워드가 될 전망이다. 신규 출점을 통한 성장 가능성도 열려 있지만, 앞으로는 점포 리뉴얼과 공간 혁신, 상품 믹스 개선을 통한 기존점 생산성 향상이 실적을 좌우할 것이다. 이에 따라 영업이익률과 현금창출력은 유통업종 내 가장 높은 수준을 달성할 것이다.

투자 포인트는 ① 소비 양극화 지속, ② 자산효과에 따른 프리미엄 소비 확대, ③ 기존점 매출 성장률(SSSG) 개선, ④ 리뉴얼 효과와 콘텐츠 경쟁력 강화, ⑤ 외국인 관광객 증가로 요약할 수 있다. 결론적으로 백화점은 소비구조 변화와 자산효과의 최대 수혜 업태로서 유통업종 내 **최선호(Top Pick) 의견을 유지한다.** 향후 기업가치는 단순한 매출액 성장보다 VIP 고객 기반 확대, 고객 경험 차별화, 공간 혁신을 통한 집객력 강화에 의해 결정될 것이다.

표 4 백화점 업태 강세 요인 및 종합판단

구분	핵심 내용	실적 영향	주가 영향	지속 가능성
부유층 소비 집중	소비 양극화 심화로 고소득·VIP 고객 지출 견조 명품·프리미엄 패션·뷰티 중심 소비 확대	고마진 카테고리 매출 증가 객단가 상승	실적 안정성, 프리미엄 업태 차별화 부각	중~장기 긍정
외국인 관광객 급증	방한 관광객 수 빠른 회복 및 증가, 관광 동선 내 핵심 점포 중심 소비 집중	외국인 매출 비중 확대 고마진 매출 레버리지	실적 상향 기대 반영 실적 가시성 강화	중기 긍정
업태 고유 강점	명품·글로벌 브랜드 집적도 체험형·체류형 공간으로 진화 도심·핵심 상권 입지	가격 경쟁 회피 방문 빈도·체류 시간 증가 대체 불가능성	구조적 경쟁력 평가 오프라인 차별화 프리미엄 유지	장기 긍정
비교 업태 대비 우위	대형마트·SSM 대비 고정비 부담 상대적 안정 이커머스 대비 경쟁 강도 낮음	수익성 방어 비용 부담 제한	실적 변동성 축소 안전 자산 인식	중기 유지
리스크 요인	자산가격 하락 장기화 시 고가 소비 둔화 가능성 외국인 소비 패턴 변화	성장 둔화 매출 믹스 변화	주가 변동성 기대치 조정	관리 필요
종합 판단	구조적 요인 기반 강세	실적 안정성 우수	업태 내 최선호	중기 지속 가능

자료: 흥국증권 리서치센터

2. 면세점: 최악의 국면은 통과, 정상화까지는 시간이 필요

1) 구조적 침체를 지나 회복 국면 진입

2026년 하반기 면세점 업태는 장기간 이어졌던 부진 국면에서 벗어나 점진적인 회복세를 나타낼 전망이다. 다만 회복 속도는 과거보다 완만할 것으로 예상되며, 코로나19 이전 수준의 정상화까지는 상당한 시간이 필요할 것으로 판단한다. 과거 면세점 업태는 중국인 관광객 증가와 타이공(보따리상) 수요 확대를 기반으로 고성장을 지속했지만, 팬데믹 이후 중국 소비 둔화와 소비패턴 변화, 정부 규제 강화 등이 겹치면서 산업 구조 자체가 변화하고 있다. 특히 면세점 업황은 단순히 해외여행 수요 회복만으로 설명하기 어려운 단계에 진입했다. 이제는 중국 소비 회복 여부뿐만 아니라 관광객 구성 변화, 수익성 중심의 영업전략, 비용 효율화 등이 실적을 좌우하는 핵심 변수로 자리 잡고 있다.

2) 중국 의존도 축소와 고객구조 변화

면세점 업태의 가장 큰 변화는 중국 의존도가 점차 낮아지고 있다는 점이다. 과거 국내 면세점은 중국인 단체관광객과 타이공 매출이 전체 실적을 좌우했다. 그러나 최근에는 중국 소비 회복이 예상보다 지연되고 있으며, 타이공 중심의 사업모델도 과거와 같은 높은 수익성을 기대하기 어려운 상황이다. 반면 일본과 동남아시아, 미주 지역 관광객은 꾸준히 증가하고 있으며, 외국인 관광객의 국적도 다양해지고 있다. 구매 품목 역시 화장품 중심에서 패션, 액세서리, 건강식품, K-뷰티 및 K-라이프스타일 제품으로 확대되는 추세다. 이는 특정 국가 의존도가 낮아지고 고객 기반이 다변화된다는 점에서 장기적으로는 산업 안정성을 높이는 긍정적인 변화로 평가한다.

3) 외형 성장보다 수익성 개선이 핵심

2026년 하반기 면세점 업태의 핵심 키워드는 외형 성장보다 수익성 회복이다. 과거 면세업계는 시장점유율 확대를 위해 과도한 송객수수료와 마케팅 비용을 지출하며 외형 성장에 집중했다. 그러나 최근에는 이러한 전략에서 벗어나 수익성 중심의 경영으로 전환하고 있다. 송객수수료 부담이 점진적으로 완화되고 있으며, 고마진 브랜드 확대와 재고관리 효율화, 비용 절감 노력도 지속되고 있다. 공항면세점 역시 임대료 부담이 완화되면서 영업환경이 점차 개선되고 있다. 비록 매출액 증가율은 과거 대비 낮아질 수 있지만, 영업이익률은 점진적으로 개선될 가능성이 높다. 이는 면세점 산업이 외형 성장 산업에서 수익성 중심 산업으로 전환되고 있음을 의미한다.

4) 환율과 관광정책이 핵심 변수

하반기 면세점 업황은 환율과 국제 관광시장 회복 속도에 크게 영향을 받을 전망이다. 원화 약세는 외국인 관광객의 구매 매력을 높이는 긍정적인 요인이지만, 동시에 해외 명품 브랜드의 원가 부담을 높일 수 있다. 또한 중국 경기 회복 속도와 한·중 관계 개선 여부도 중요한 변수다. 정부의 관광산업 활성화 정책과 비자제도 개선, 국제선 운항 정상화 역시 면세점 업황 회복을 지원하는 요인이다. 특히 인천국제공항을 중심으로 국제선 이용객이 꾸준히 증가하고 있

는 점은 공항면세점 실적 개선에 긍정적으로 작용할 전망이다.

5) 하반기 전망 및 투자전략

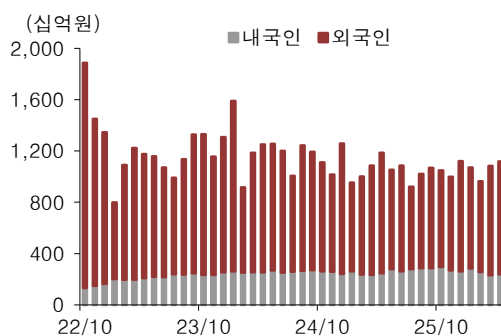
2026년 하반기 면세점 업태는 턴어라운드가 본격화되는 시기가 될 전망이다. 다만 과거와 같은 고성장 국면으로의 복귀보다는 점진적인 실적 정상화 과정으로 이해하는 것이 적절하다. 투자 포인트는 ① 외국인 관광객 증가, ② 중국 의존도 완화와 고객 다변화, ③ 송객수수료 안정에 따른 수익성 개선, ④ 공항면세점 정상화, ⑤ 비용 효율화에 따른 영업이익 회복으로 요약할 수 있다. 반면 중국 소비 회복 지연과 환율 변동성, 글로벌 경기 둔화는 주요 리스크 요인으로 지속적인 점검이 필요하다. 면세점은 유통업종 가운데 실적 개선 폭이 가장 클 수 있는 업태이지만, 회복의 속도와 지속성에는 여전히 불확실성이 존재한다. 실적 턴어라운드와 수익성 개선에 초점을 맞춘 선별적 투자전략이 바람직할 것이다. 2026년 하반기 투자 의견은 중립을 유지하지만, 업황 회복이 가시화될 경우 밸류에이션 재평가 가능성은 충분하다.

그림 12 면세점 판매액 지수 성장률 추이



자료: 국가데이터처, 홍콩증권 리서치센터

그림 13 면세점 매출액, 좀처럼 증가하지 못하고 있어



자료: 한국면세점협회, 홍콩증권 리서치센터

표 5 면세점 업태 실적 부진 원인과 향후 대응 방향

구분	핵심 내용	실적 및 산업적 의미
외형 지표	내·외국인 출입국자 수는 코로나 이전 상회	수요 회복 ≠ 매출 회복
부진의 본질	소비 주체의 질적 변화	사람은 늘었지만 돈 쓰는 고객 감소
중국 수요 변화	단체관광·다이공 축소, FIT 중심 재편	대량 구매 수요 구조 붕괴
다이공 영향	높은 송객 수수료·할인 구조 지속	매출 감소 속 수익성 악화
환율 환경	고환율 장기화	매입원가 상승, 마진 압박
브랜드 정책 변화	명품 브랜드의 면세점 물량·할인 통제	객단가·집객력 동반 악화
투자 시사점	외형 회복 기대 제한	비용 구조 개선 여부가 핵심

자료: 홍콩증권 리서치센터

3. 대형마트: 구조적 성장 한계 지속, 체질 개선이 핵심 과제

1) 구조적 침체 국면 지속

2026년 하반기 대형마트 업태는 국내 유통업종 가운데 가장 보수적인 접근이 필요한 업태로 판단한다. 과거 대형마트는 국내 유통시장을 주도하며 외형 성장을 지속했지만, 온라인 시장 확대와 소비패턴 변화, 인구구조 변화 등의 영향으로 성장성이 크게 둔화되고 있다. 최근의 부진은 단기적인 경기침체 때문이 아니라 유통산업 패러다임 변화에 따른 구조적인 현상이라는 점에서 회복까지는 상당한 시간이 필요할 것으로 전망한다.

특히 소비자들의 구매 행태가 온라인 중심으로 빠르게 이동하면서 대형마트의 핵심 경쟁력이었던 가격 경쟁력과 윈스톱 쇼핑의 장점은 과거보다 크게 약화됐다. 생필품과 식품은 온라인 플랫폼을 통해 더욱 편리하게 구매할 수 있게 되었고, 소비자는 가격보다 편의성과 배송 속도를 중요하게 고려하는 방향으로 변화하고 있다.

2) 홈플러스 사태가 보여준 산업의 현실

2026년 상반기 홈플러스의 기업회생절차는 개별 기업의 경영 실패라기보다 국내 대형마트 산업이 직면한 구조적 한계를 보여준 상징적인 사건으로 평가된다. 대형마트 업태는 오랜 기간 점포 확대를 통해 성장해 왔지만, 시장이 성숙기에 진입한 이후에는 높은 고정비 부담과 온라인 채널과의 경쟁 심화로 수익성이 지속적으로 악화되고 있다. 특히 대규모 점포 운영에 따른 임차료와 인건비 부담은 외형 성장 둔화 국면에서 더욱 크게 작용하고 있다.

홈플러스 사태 이후 업계 전반은 외형 성장보다 점포 효율화와 자산 활용, 비용 절감 중심으로 전략을 전환하고 있다. 이는 향후 대형마트 산업이 성장산업이 아니라 구조조정 산업으로 재편되고 있음을 의미한다.

3) 식품 경쟁력 강화와 점포 혁신은 긍정적

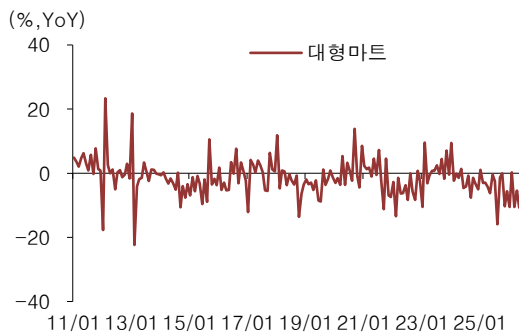
부정적인 환경 속에서도 대형마트들은 경쟁력 회복을 위한 다양한 노력을 지속하고 있다. 가장 큰 변화는 식품 경쟁력 강화다. 신선식품과 즉석조리식품(HMR), 델리(Deli) 상품을 확대하고 산지 직거래를 강화하면서 온라인과 차별화된 경쟁력을 확보하려 하고 있다. 또한 창고형 할인점 모델 확대와 PB(자체브랜드) 상품 경쟁력 강화도 수익성 개선에 긍정적인 영향을 미치고 있다. 최근에는 점포 리뉴얼도 활발하게 진행되고 있다. 단순히 상품을 판매하는 공간에서 벗어나 외식, 문화, 체험 요소를 강화하고 임대매장을 확대하는 등 복합 쇼핑공간으로의 전환을 추진하고 있다. 다만 이러한 변화가 산업 전반의 성장성을 회복시키기에는 아직 한계가 있는 것으로 판단한다.

4) 하반기 전망 및 투자전략

2026년 하반기 대형마트 업태는 성장보다 체질 개선이 핵심 과제가 될 전망이다. 소비 회복이 일부 나타나더라도 온라인 침투율 확대와 소비패턴 변화라는 구조적 흐름을 되돌리기는 어렵기

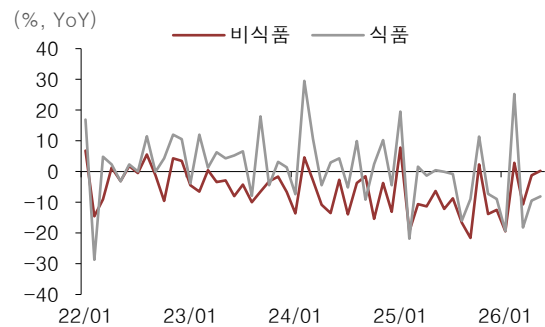
때문이다. 따라서 기존 점포의 생산성 제고와 비용 효율화, 자산 활용 전략이 기업가치를 결정하는 핵심 요인이 될 것이다. 투자 포인트는 ① 점포 리뉴얼 효과, ② 식품 및 PB 경쟁력 강화, ③ 자산 유동화 및 부동산 가치, ④ 비용 효율화, ⑤ AI·디지털 기반 운영 혁신으로 요약할 수 있다. 반면 온라인 플랫폼과의 경쟁 심화, 소비 부진 지속, 높은 고정비 부담 등은 주요 리스크 요인이다. 결론적으로 **대형마트는 여전히 구조적 성장 한계를 극복하는 과정에 있으며, 업황의 본격적인 반등을 기대하기는 어려울 것으로 판단한다.** 따라서 투자 관점에서는 실적 모멘텀보다 자산가치와 구조조정 성과에 주목하는 접근이 바람직하다. 자산 효율화와 점포 경쟁력 개선이 가시화되는 기업 중심의 선별적인 접근이 필요하다.

그림 14 대형마트 판매액지수 성장을 추이



자료: 국가데이터처, 흥국증권 리서치센터

그림 15 대형마트 품목별 매출 성장을 추이



자료: 국가데이터처, 흥국증권 리서치센터

표 6 대형마트의 구조적 침체 요인과 향후 대응 방향

구분	핵심 내용	실적에 미치는 영향	중·장기 판단
실적 부진의 본질	온라인 이커머스 확산에 따른 오프라인 경쟁 구도 붕괴	구조적 트래픽 감소, 매출 역성장 고착화	경기 회복과 무관한 구조적 문제
소비 패턴 변화	대량·주말 구매 → 소량·빈번·즉시 소비	대형 매장 효율 저하, 체류 시간 감소	업체 구조 자체의 시대 부적합성 확대
가격 경쟁력 약화	고정비 부담(임차료·인건비) vs 온라인의 비용 효율	할인 경쟁 시 수익성 급격히 훼손	가격 중심 전략 지속 불가
규제 환경	의무휴업·영업시간 제한 등 규제 지속	영업 기회 제한, 온라인 대비 비대칭	경쟁 환경 구조적 불리
온라인 병행 전략	점포 기반 물류, 즉시배송 연계 (O2O)	일부 업체 수익성 보완 가능	실행력에 따라 성과 차별화
핵심 자구 노력	수익성 낮은 점포 철수·용도 전환	고정비 절감, 손익 구조 개선	불가피한 구조조정 단계
업태의 재정의	성장 산업 → 저성장·현금흐름 관리 산업	외형 축소 속 안정적 수익 추구	과거 성장 모델과 단절
투자 관점 시사점	업체 전반 접근보다 선별적 투자 필요	구조조정 성과가 주가 차별화 요인	재무 체력·실행력 중심 접근

자료: 흥국증권 리서치센터

4. 편의점: 생활밀착형 플랫폼으로 진화

1) 유통업종 내 가장 안정적인 성장 업태

2026년 하반기 편의점 업태는 백화점에 이어 안정적인 실적 개선이 기대되는 업태로 판단한다. 대형마트와 슈퍼마켓이 구조적인 성장 둔화를 겪고 있는 반면, 편의점은 1~2인 가구 증가, 근거리 소비 확대, 즉시 소비(Instant Consumption) 트렌드 확산 등의 수혜를 바탕으로 견조한 성장세를 이어가고 있다. 과거에는 점포 수 확대가 성장을 견인했다면, 이제는 기존점 성장률(SSSG)과 상품 경쟁력, 운영 효율성이 기업가치를 결정하는 핵심 요소로 자리 잡고 있다. 국내 편의점 시장은 이미 성숙 단계에 진입해 신규 출점 여력은 과거보다 제한적이다. 그럼에도 불구하고 편의점은 생활필수품 구매와 즉석식품 소비의 중심 채널로 자리매김하면서 유통업종 가운데 가장 안정적인 실적을 유지하고 있다. 경기 변동에 대한 민감도가 낮고 소비 침체기에도 안정적인 수요가 유지된다는 점은 가장 큰 강점이다.

2) 소비패턴 변화가 성장의 원동력

편의점의 성장은 소비환경 변화와 밀접하게 연관되어 있다. 1~2인 가구 증가와 고령화, 혼밥·혼술 문화 확산으로 소량·즉시 구매 수요가 지속적으로 확대되고 있다. 또한 근거리 소비와 편의성을 중시하는 소비패턴이 정착되면서 편의점은 단순한 소매점이 아니라 일상생활과 가장 가까운 생활 플랫폼으로 진화하고 있다. 최근에는 도시락과 즉석조리식품(HMR), 디저트, 프리미엄 음료, 건강식품 등 고마진 상품 비중이 꾸준히 확대되고 있다. 자체브랜드(PB) 상품도 품질 경쟁력을 높이며 객단가 상승과 수익성 개선에 기여하고 있다. 과거 담배 중심의 매출 구조에서 벗어나 식품 중심으로 상품 구성이 변화하고 있다는 점도 긍정적이다.

3) 플랫폼 경쟁력 강화가 핵심

편의점은 오프라인 유통업태 가운데 디지털 전환이 가장 빠르게 진행되고 있는 채널이다. 모바일 앱을 활용한 멤버십 서비스와 모바일 주문, 배달 서비스, 픽업 서비스 등이 빠르게 확대되고 있으며, 퀵커머스와 연계한 즉시배송 기능도 강화되고 있다. 또한 금융 서비스, 택배, 공공 서비스, 세탁물 접수 등 생활밀착형 서비스를 지속적으로 확대하면서 단순한 상품 판매 공간에서 지역 생활 플랫폼으로 진화하고 있다. 향후에는 AI 기반 상품 추천과 수요 예측, 스마트 발주 시스템 등을 활용한 운영 효율성 개선도 경쟁력을 좌우하는 중요한 요소가 될 전망이다.

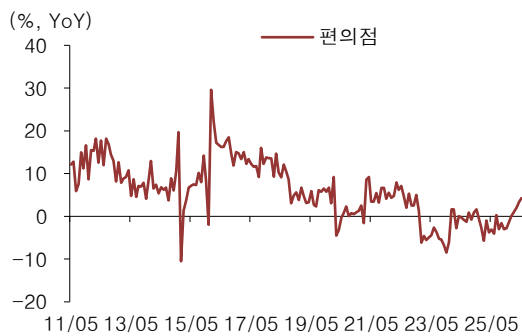
4) 하반기 전망 및 투자전략

2026년 하반기 편의점 업태는 안정적인 성장과 수익성 개선이 핵심 키워드가 될 전망이다. 경기 회복 여부와 관계없이 생활밀착형 소비는 꾸준히 증가할 것이며, PB상품 확대와 식품 경쟁력 강화는 객단가 상승과 이익률 개선으로 이어질 전망이다. 또한 디지털 플랫폼 기능 확대와 퀵커머스 서비스 강화는 장기적인 성장동력으로 작용할 것이다.

투자 포인트는 ① 1~2인 가구 증가에 따른 구조적 수요 확대, ② 기존점 매출 성장률(SSSG) 개선, ③ PB상품과 즉석식품 비중 확대, ④ 생활 플랫폼 기능 강화, ⑤ 운영 효율성 개선으로 요약할 수 있다. 반면 최저임금 인상과 출점 포화, 소비 둔화는 지속적으로 점검해야 할 리스크 요인이다.

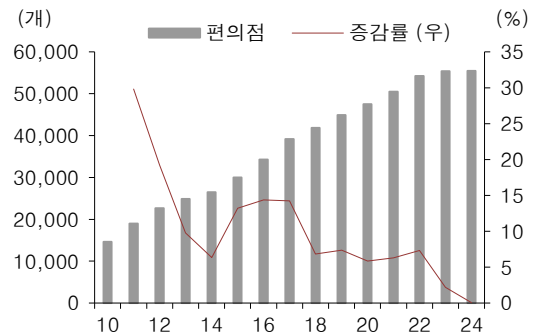
결론적으로 편의점은 대형마트를 대체하는 생활밀착형 유통채널로 자리매김하고 있으며, 경기 방어력과 안정적인 현금창출력을 동시에 보유한 업태로 평가한다. 폭발적인 성장을 기대하기는 어렵지만, 구조적인 소비환경 변화의 수혜가 지속될 가능성이 높다는 점에서 백화점 다음으로 선호하는 업태 의견을 유지한다. 향후 기업가치는 점포 수 확대보다 기존점 생산성, 상품 경쟁력, 디지털 플랫폼 역량에 의해 결정될 전망이다.

그림 16 편의점 판매액지수 성장률 추이



자료: 국가데이터처, 흥국증권 리서치센터

그림 17 점포 포화로 신규 출점 둔화 지속



자료: 체인스토어협회, 흥국증권 리서치센터

표 7 편의점 업태의 질적 성장 전환 핵심 정리

구분	핵심 내용	실적 및 산업적 의미
산업 단계	점포 포화 단계 진입	신규 출점 기반 성장 종료
부진의 본질	출점 확대 → 카니발라이제이션 심화	점포 수 증가에도 점포당 매출 정체
경쟁 환경	동일 상권 내 브랜드 간 과당 경쟁	판촉비 증가, 마진 압박
비용 구조	인건비·물류비·전기료 상승	중·하위 점포 수익성 악화
소비 패턴 변화	퀵커머스·배달 플랫폼 확산	근접성 프리미엄 일부 약화
단기 실적 흐름	외형 성장 제한적	실적 하방 압력 지속
개선 가능성	질적 성장 전환 시 수익성 안정	점포당 이익률 회복 가능
사업 확장 방향	생활 서비스 플랫폼화	비상품 매출 확대
투자 시사점	출점 속도보다 수익성 지표 중요	점포당 매출·이익 중심 평가

자료: 흥국증권 리서치센터

5. 온라인 플랫폼: 업계 재편 진행과 승자독식 구조 강화

1) 성장산업에서 성숙산업으로 전환

2026년 하반기 온라인 플랫폼 채널은 여전히 국내 유통시장의 핵심 성장축이지만, 과거와 같은 고성장 업태로 접근하기는 어려운 시점이다. 코로나19를 거치며 온라인 침투율은 세계 최고 수준에 도달했고, 시장은 이미 성숙 단계에 진입했다. 이에 따라 온라인 시장의 경쟁구도도 시장 확대(Market Expansion)에서 시장 재편(Market Reorganization)으로 빠르게 전환되고 있다.

과거에는 온라인 쇼핑 거래액(GMV) 증가 자체가 기업가치 상승으로 이어졌지만, 이제는 거래액보다 **시장점유율(Market Share)**, **고객 충성도(Lock-in)**, **수익성 확보**가 더욱 중요한 경쟁요소로 자리잡고 있다. 향후 온라인 플랫폼의 경쟁은 얼마나 많은 고객을 확보하느냐보다 확보한 고객을 얼마나 오래 유지하고, 수익으로 연결시키느냐에 의해 결정될 것이다.

2) 대형 플랫폼 중심의 시장 재편 지속

국내 온라인 시장은 쿠팡 중심으로 재편되는 모습이 더욱 뚜렷해지고 있다. 로켓배송과 로켓프레시, 와우멤버십을 기반으로 구축한 물류 경쟁력은 여전히 가장 높은 진입장벽으로 작용하고 있다. 최근에는 단순한 이커머스를 넘어 OTT, 음식배달, 금융, 광고사업 등으로 사업영역을 확대하면서 종합 플랫폼으로 진화하고 있다.

반면 네이버는 검색과 쇼핑을 연계한 플랫폼 경쟁력을 강화하고 있으며, 브랜드스토어와 멤버십 확대를 통해 고객 충성도 제고에 집중하고 있다. 또한 AI 기반 검색과 개인화 추천 서비스를 강화하며 쇼핑 생태계 확대를 추진하고 있다. 결국 국내 온라인 시장은 소수 대형 플랫폼 중심으로 집중도가 높아지는 구조가 지속될 것이다. 규모의 경제와 물류 투자 여력이 부족한 중소 플랫폼은 경쟁이 더욱 어려워질 전망이다.

3) 중국 플랫폼 공세는 가장 큰 변수

향후 온라인 시장의 가장 큰 변수는 중국 플랫폼의 국내 시장 공략이다. 알리익스프레스와 테무는 초저가 전략을 앞세워 국내 소비자를 빠르게 확보하고 있으며, 생활용품과 패션, 잡화 등 가격 민감도가 높은 품목에서 영향력을 확대하고 있다. 최근에는 국내 물류센터 구축과 배송기간 단축, 국내 판매자 입점 확대 등을 추진하면서 경쟁력을 높이고 있다.

다만 초저가 전략만으로 국내 시장을 장기적으로 지배하기는 쉽지 않을 것으로 판단한다. 국내 소비자는 가격뿐만 아니라 배송 속도, 상품 신뢰도, 반품 서비스, 고객 응대 등 전반적인 구매 경험을 중요하게 고려하기 때문이다. 따라서 중국 플랫폼은 시장 경쟁을 심화시키는 요인이지만, 국내 선도 플랫폼의 시장지위를 근본적으로 위협하기보다는 중저가 시장 중심의 경쟁을 확대하는 수준에 그칠 가능성이 높다.

4) AI와 물류 경쟁력이 기업가치를 결정

향후 온라인 플랫폼의 경쟁력은 가격이 아니라 AI와 물류에서 결정될 전망이다. AI 기반 개인화 추천과 검색 고도화는 구매전환율을 높이고, 광고사업 확대에도 긍정적인 영향을 미칠 것으로 예상된다. 또한 자동화 물류센터와 AI 수요예측 시스템은 배송 효율성을 높이고 운영비 절감에도 기여할 것이다.

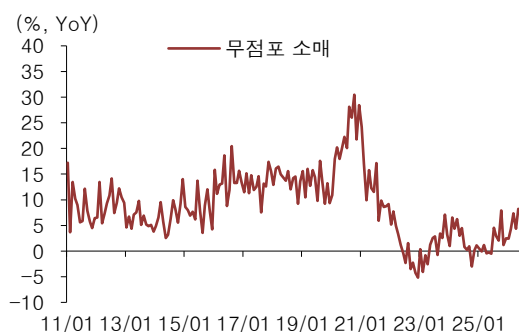
플랫폼 기업들은 단순히 상품을 판매하는 기업이 아니라 데이터 기반의 기술기업으로 변화하고 있다. 고객 데이터를 활용한 개인 맞춤형 서비스와 구독형 멤버십 확대는 고객 이탈을 줄이고 장기적으로 수익성을 높이는 핵심 경쟁력이 될 것이다. 향후에는 거래액 증가보다 회원 수 증가, 멤버십 유지율, 광고 매출 비중, AI 활용 수준이 기업가치를 결정하는 중요한 지표가 될 전망이다.

5) 하반기 전망 및 투자전략

2026년 하반기 온라인 플랫폼 산업은 고성장보다 옥석 가리기가 핵심 키워드가 될 전망이다. 시장 전체의 성장률은 점차 둔화되겠지만, 경쟁력이 우수한 플랫폼으로 시장점유율은 더욱 집중될 가능성이 높다. 결국 온라인 시장은 승자독식(Winner Takes Most) 구조가 강화되면서 선도기업과 후발기업 간 격차가 확대될 것으로 예상된다. 투자 포인트는 ① 시장점유율 확대, ② 멤버십 기반 고객 락인(Lock-in), ③ AI와 물류 경쟁력 강화, ④ 광고·핀테크 등 신규 수익원 확대, ⑤ 수익성 중심의 성장전략으로 요약할 수 있다. 반면 중국 플랫폼과의 경쟁 심화, 물류 투자 부담, 공정거래 규제 강화는 지속적으로 점검해야 할 리스크 요인이다.

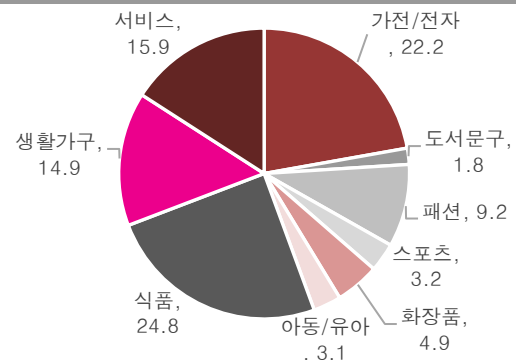
결론적으로 온라인 플랫폼은 여전히 국내 유통산업의 핵심 성장축이지만, 과거처럼 모든 기업이 성장하는 시대는 끝났다. 향후에는 **시장점유율을 확대하고 고객 충성도를 높일 수 있는 선도 플랫폼 중심의 선별적 접근**이 필요하다. 유통업종 내에서는 백화점과 편의점 다음으로 선호하는 업태를 유지하며, 투자의 초점은 거래액 증가보다 수익성 개선과 플랫폼 경쟁력 강화에 맞춰야 할 필요가 있다.

그림 18 온라인 판매액지수 성장률 추이



자료: 국가데이터처, 흥국증권 리서치센터

그림 19 온라인 상품군별 매출 비중



자료: 산업통상자원부, 흥국증권 리서치센터

VIII. 한류 소비의 구조적 확대와 유통업 영향

2025년 이후 국내 소비시장의 가장 큰 변화 가운데 하나는 외국인 관광객의 한류(K-Culture) 소비가 예상보다 빠르게 확대되고 있다는 점이다. 과거 한류 소비는 면세점에서 화장품과 명품을 구매하는 형태가 중심이었다면, 최근에는 쇼핑과 뷰티, 패션, 음식, 공연, 문화체험까지 소비 영역이 크게 확대되고 있다. 특히 외국인의 소비 패턴이 단순한 면세 쇼핑에서 한국 라이프스타일 경험으로 변화하면서 소비가 오프라인 유통 전반으로 확산되고 있다.

최근 외국인 소비를 살펴보면 K-뷰티, K-패션, K-라이프스타일, K-푸드, 공연, 문화체험 등의 증가율이 전체 소비 증가율을 지속적으로 상회하고 있다. 이는 K-pop, K-drama, OTT 콘텐츠, SNS를 통한 글로벌 확산이 장기간 누적된 결과이며, 한국을 방문하는 목적 자체가 쇼핑보다 경험 소비로 이동하고 있음을 의미한다. 한류 소비의 확대는 일시적인 관광 회복이 아니라 문화 콘텐츠 경쟁력 강화와 브랜드 가치 상승이 동시에 나타나는 구조적 변화라는 점에서 과거와는 성격이 다르다.

1. 한류 소비 증가의 다섯 가지 원인

1) 콘텐츠 산업의 글로벌 경쟁력 확대: 가장 근본적인 변화는 한국 콘텐츠의 글로벌 영향력 확대이다. BTS, BLACKPINK를 비롯한 K-pop뿐만 아니라 넷플릭스를 중심으로 한 K-드라마, 영화, 예능 프로그램 등이 지속적으로 글로벌 흥행을 이어가면서 한국 자체가 하나의 소비 브랜드가 되고 있다. 콘텐츠를 통해 형성된 브랜드 인지도는 자연스럽게 화장품, 패션, 음식, 라이프스타일 제품 소비로 연결되고 있다. 과거에는 상품이 먼저 소비되었다면 현재는 콘텐츠가 소비를 유발하는 구조로 변화되었다.

2) SNS 중심 소비 확산: TikTok, Instagram, Xiaohongshu(샤오홍슈) 등 SNS의 영향력이 크게 확대되면서 한국에서의 소비 경험 자체가 하나의 콘텐츠가 되고 있다. 백화점, 성수동, 한남동, 명동, 압구정 등은 단순 쇼핑 공간이 아니라 관광 코스로 자리잡고 있으며, 소비 경험이 다시 SNS를 통해 확산되는 선순환 구조가 형성되고 있다.

3) 경험 소비 확대: 외국인의 소비는 이제 상품 구매보다 체험 중심으로 이동하고 있다. K-뷰티 체험, 퍼스널 컬러 진단, 피부관리, 한식 미식투어, 공연 관람, 팝업스토어 방문, 캐릭터 및 IP 체험 등 이러한 소비는 대부분 국내 오프라인 유통채널에서 발생한다는 특징이 있다.

4) 고소득 개별관광객(FIT) 증가: 중국 단체관광 중심이던 과거와 달리 현재는 일본, 대만, 미국, 동남아, 중동 등 다양한 국가에서 개별 자유여행객(FIT)이 크게 증가하고 있다. FIT 고객은 가격보다 브랜드 경험과 쇼핑 편의성을 중시하며 백화점, 편집숍, 프리미엄 아울렛, 성수동 브랜드스토어 등을 적극 방문하고 있다.

5) 프리미엄 소비 확대: 최근 한국 방문 외국인의 소비는 명품 중심에서 프리미엄 라이프스타

일 소비로 확대되고 있다. 명품 구매 외에도 디자이너 브랜드, 프리미엄 화장품, 건강기능식품, 식음료, 캐릭터 상품, K-패션 등 다양한 영역으로 소비가 확산되고 있다.

2. 백화점은 가장 큰 수혜 업태

한류 소비 확대의 최대 수혜 업태는 백화점이다. 백화점은 명품뿐만 아니라 화장품, 패션, 식품관, 팝업스토어, K-브랜드 등을 동시에 경험할 수 있는 복합 소비공간이라는 강점을 가지고 있다. 특히 최근 백화점들은 외국인 VIP 마케팅을 강화하고 있으며, 외국인 전용 라운지, 통역 서비스, 즉시 환급(Tax Refund), 해외 결제 편의성, 글로벌 브랜드 팝업 등을 확대하면서 객단가 상승이 지속되고 있다. 외국인 매출 비중도 꾸준히 상승하고 있으며, 주요 점포에서는 명품뿐 아니라 식품관과 화장품 매출 증가가 동시에 나타나고 있다. 이는 과거 명품 중심 소비보다 소비 영역이 훨씬 넓어졌음을 의미한다. 또한 팝업스토어와 K-브랜드 체험 공간 확대는 백화점의 집객력을 더욱 강화시키는 요인으로 작용하고 있다.

3. 면세점이 기대만큼 회복되지 못하는 이유

반면 면세점은 외국인 관광객 증가에도 불구하고 매출 회복 속도는 제한적이다. 그 이유는 1) 소비 채널이 분산되고 있기 때문이다. 과거 중국 단체관광객은 면세점에서 대량 구매를 실행했지만, 현재 개별 관광객은 백화점과 올리브영, 성수동 브랜드 매장, 플래그십 스토어, 온라인몰 등 다양한 채널에서 직접 구매하고 있다. 2) 타이공(보따리상) 시장이 사실상 종료되면서 과거와 같은 대량 매출이 발생하기 어려워졌다. 3) 글로벌 명품 브랜드들이 직접 판매를 확대하면서 면세점 의존도를 낮추고 있다. 4) 즉시환급(Tax Refund) 제도가 확대되면서 굳이 면세점을 이용하지 않아도 일반 유통채널에서 편리하게 쇼핑할 수 있게 되었다. 5) 화장품 역시 면세점 독점 판매 구조가 무너지면서 올리브영, 브랜드 플래그십 스토어, 백화점, 온라인 구매가 빠르게 증가하고 있다. 결국 외국인 소비 증가가 면세점으로 집중되지 않고 국내 유통시장 전체로 분산되는 구조가 형성되고 있다.

4. 한류 소비는 장기 성장 동력

향후에도 한류 소비 확대는 지속될 가능성이 높다. 1) 콘텐츠 경쟁력은 여전히 글로벌 최고 수준을 유지하고 있으며 새로운 아티스트와 콘텐츠가 지속적으로 공급되고 있다. 2) 한국 방문 관광객은 단순 회복을 넘어 질적 고도화가 진행되고 있다. 특히 고소득 개별 관광객 비중 확대는 객단가 상승으로 이어질 가능성이 높다. 3) 소비 품목도 화장품 중심에서 패션, 식품, 라이프스타일, 문화체험, 의료관광 등으로 지속 확대될 전망이다. 4) 정부의 관광산업 육성 정책과 지방 관광 활성화 정책도 외국인 소비 확대를 지원하는 요인이 될 것으로 판단된다.

다만 면세점 산업은 과거와 같은 폭발적인 성장 국면으로 복귀하기는 쉽지 않을 전망이다. 중국 단체관광객과 타이공 중심의 대량 구매 모델은 구조적으로 약화되었으며, 소비가 다양한 유통채널로 분산되는 흐름은 되돌리기 어렵기 때문이다.

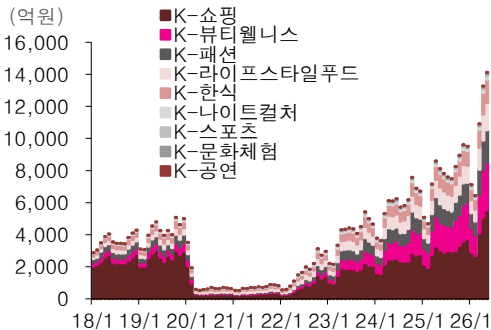
결국 향후 한류 소비 확대의 최대 수혜는 경험형 유통채널이 될 가능성이 높다. 백화점은 쇼핑·미식·문화·팝업을 결합한 복합 플랫폼으로서 가장 직접적인 수혜가 예상되며, 올리브영, 프리미엄 아울렛, 브랜드 플래그십 스토어, K-라이프스타일 전문 매장 등도 동반 성장할 전망이다. 반면 면세점은 고부가가치 개별 관광객 유치와 럭셔리·체험형 매장으로의 사업모델 전환이 이루어지지 않는다면 외국인 관광객 증가에도 불구하고 과거와 같은 실적 회복을 기대하기는 어려울 것으로 판단한다.

표 8 한류 소비 증가의 원인과 유통업 영향

구분	주요 내용	유통업 영향
K-콘텐츠 경쟁력	K-pop, 드라마, 영화, OTT 콘텐츠의 글로벌 확산	한국 방문 수요 증가, 쇼핑 목적 다양화
SNS 확산	TikTok, Instagram, 샤오홍슈 등을 통한 소비 경험 공유	성수·명동·압구정 등 오프라인 상권 활성화
경험 소비 확대	쇼핑에서 문화·뷰티·미식 체험 중심으로 변화	백화점, 팝업스토어, 식품관 수혜
FIT 증가	중국 단체관광→ 개별 자유여행객 중심	객단가 상승, 프리미엄 소비 확대
K-브랜드 성장	화장품·패션·식품·캐릭터 브랜드 경쟁력 강화	국내 브랜드 매출 증가

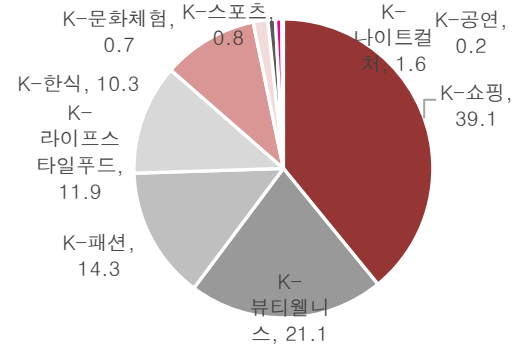
자료: 홍콩증권 리서치센터

그림 20 외국인 한류 소비액, 구조적 성장



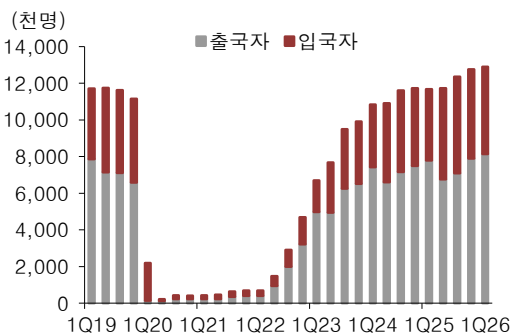
자료: 한국관광데이터랩, 홍콩증권 리서치센터

그림 21 업종별 매출 비중



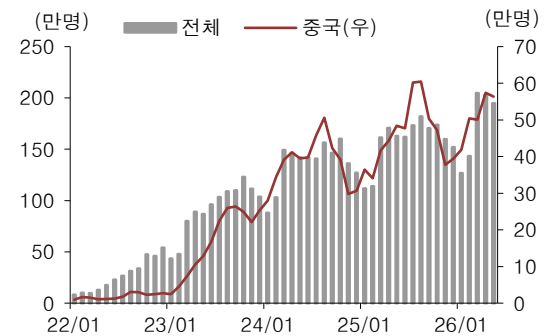
자료: 한국관광데이터랩, 홍콩증권 리서치센터

그림 22 입출국자, 꾸준한 증가세 지속



자료: 한국관광공사, 홍콩증권 리서치센터

그림 23 중국인 입국자, 25년 11월 이후 증가세 확대



자료: 한국관광공사, 홍콩증권 리서치센터

IX. 자산과 소득이 부른 소비 양극화

1. 자산효과의 확대와 소비시장의 구조적 양극화 심화

지난 2017~2025년 동안 한국 가계의 처분가능소득과 순자산은 전반적으로 증가했지만, 증가의 과실은 모든 계층에 균등하게 분배되지 않았다. 특히 상위 소득계층은 금융자산과 부동산 가격 상승의 수혜를 동시에 누리면서 자산 증가 속도가 빨라진 반면, 하위 계층은 근로소득 증가율 둔화와 높은 부채 부담으로 자산 축적 속도가 상대적으로 제한되었다. 이러한 흐름은 단순한 소득 격차를 넘어 자산 격차 확대, 다시 소비 격차 확대로 연결되는 구조적인 변화로 해석할 필요가 있다.

2025년 이후에는 이러한 추세가 더욱 강화되었을 가능성이 높다. 국내 주식시장이 강세를 이어 가고 서울을 중심으로 한 핵심지역 부동산 가격이 다시 상승하면서 자산효과(Wealth Effect)가 확대되었기 때문이다. 여기에 반도체, 방산, 조선, 금융, IT 등 일부 산업의 높은 실적과 성과급 지급 확대까지 더해지면서 고소득층의 가처분소득은 더욱 빠르게 증가한 것으로 판단된다. 반면 일반 근로자의 임금 상승률은 물가 상승을 크게 상회하지 못했고, 자영업 및 저소득층의 체감경기는 여전히 부진한 모습을 보이고 있다. 결국 앞으로의 소비시장은 경기 사이클보다 자산보유 여부에 의해 결정되는 특징이 더욱 강해질 전망이다.

2. 소비 양극화는 구조적 현상으로 자리 잡을 전망

향후 소비 양극화는 일시적인 경기변동이 아니라 구조적인 현상으로 자리잡을 가능성이 높다. 과거에는 소비가 소득 증가율에 의해 결정되는 경향이 강했다면, 앞으로는 소득보다 자산가격 변화가 소비를 결정하는 영향력이 더욱 커질 것으로 예상된다. 부동산과 금융자산을 많이 보유한 계층은 자산가격 상승에 따른 심리적 부의 효과와 실제 자산가치 증가를 바탕으로 소비를 확대할 가능성이 높다. 반면 자산이 부족한 계층은 실질소득 증가에도 불구하고 높은 주거비와 교육비, 금융비용 부담으로 소비 확대 여력이 제한될 것으로 예상된다.

특히 한국의 가계자산 대부분이 부동산에 집중되어 있다는 점은 소비 양극화를 더욱 심화시키는 요인이다. 서울 및 수도권 핵심지역의 부동산 가격 상승은 해당 지역 자산보유자의 소비여력을 크게 확대시키는 반면, 무주택자와 지방 거주자의 소비는 상대적으로 위축될 가능성이 높다. 주식시장 역시 같은 역할을 수행하고 있다. 국내 증시 강세가 이어질 경우 금융자산 보유 비중이 높은 고소득층의 소비는 더욱 확대될 가능성이 높다. 반면 금융자산이 부족한 계층은 이러한 자산가격 상승의 혜택을 거의 누리지 못할 것이다.

3. 자산효과가 소비시장의 핵심 변수로 부상

2025년 이후 소비시장을 설명하는 가장 중요한 변수는 자산효과가 될 것으로 판단된다. 과거 소비는 임금상승률과 고용환경에 의해 결정되었다면 앞으로는 부동산 가격, 주가, 금융자산 가

치 변화가 소비를 좌우하는 비중이 더욱 확대될 전망이다.

이는 소비의 질적 변화로도 연결된다. 자산 증가의 혜택을 받는 소비자는 여행, 명품, 프리미엄 식품, 문화생활, 의료서비스, 프리미엄 가전 등 고부가가치 소비를 지속적으로 확대할 가능성이 높다. 반면 자산 증가 효과를 누리지 못하는 계층은 할인상품과 PB상품, 초저가 플랫폼, 중고거래 등을 중심으로 소비를 이어갈 가능성이 높다. 즉 소비 규모뿐 아니라 소비 품목 자체가 양극화되는 현상이 더욱 뚜렷해질 것으로 예상된다.

4. 유통섹터의 업태별 차별화는 더욱 확대

소비 양극화는 유통업태 간 실적 차이를 더욱 확대시키는 요인이 될 전망이다. 가장 큰 수혜는 백화점과 럭셔리 시장이다. 고소득층의 소비 확대와 외국인 관광객 증가가 동시에 진행되면서 명품, 하이엔드 패션, 프리미엄 화장품 등의 수요는 견조한 성장세를 이어갈 가능성이 높다.

반면 대형마트와 일반 슈퍼마켓은 중산층 소비 둔화의 영향을 지속적으로 받을 것으로 예상된다. 필수소비 중심의 구매패턴이 강화되면서 객단가 상승은 제한될 가능성이 높다. 편의점 역시 성장세는 유지하겠지만 과거와 같은 고성장은 기대하기 어려울 것으로 판단된다. 다만 즉석 식품(HMR), 간편식, 건강식품 등 차별화된 상품군 중심의 성장은 지속될 전망이다. 온라인 시장에서는 양극화가 더욱 뚜렷해질 것으로 예상된다. 초저가 플랫폼과 프리미엄 플랫폼이 동시에 성장하는 반면 중간 가격대 플랫폼의 경쟁력은 상대적으로 약화될 가능성이 높다.

5. 소비의 K자형 구조는 장기화

향후 소비는 전형적인 K자형(K-shaped) 회복 구조를 이어갈 가능성이 높다. 상위 계층은 자산 증가와 금융소득 확대를 기반으로 소비를 지속적으로 확대하는 반면, 중·저소득층은 실질소득 증가율 둔화와 생활비 부담으로 소비 증가가 제한될 것으로 예상된다.

특히 고령화 진전도 이러한 현상을 강화할 것으로 판단된다. 은퇴 이후에도 충분한 금융자산과 부동산을 보유한 계층은 소비를 유지할 수 있지만, 자산이 부족한 고령층은 소비를 더욱 줄일 가능성이 높다. 결과적으로 평균 소비 증가율보다 계층 간 소비 증가율 차이가 더욱 확대되는 구조가 장기간 지속될 것으로 전망된다.

6. 투자 시사점

향후 소비시장은 경기민감도보다 자산보유 여부에 따른 소비능력 차이가 기업 실적을 결정하는 시대가 될 것으로 판단된다. 투자 측면에서는 소비 양극화의 수혜를 직접적으로 받는 업종과 기업에 대한 비중확대 전략이 유효하다. 백화점, 명품, 프리미엄 소비재, 고급 호텔, 여행, 프리미엄 식품, 뷰티 등의 실적은 상대적으로 견조할 가능성이 높다. 또한 외국인 관광객 증가와 한류 소비 확대는 이러한 프리미엄 소비를 추가적으로 뒷받침하는 요인이 될 전망이다.

반면 일반 대형마트, 범용 생활용품, 중저가 패션 등 중산층 소비 의존도가 높은 업종은 성장

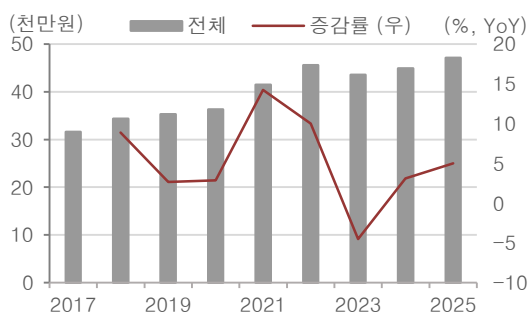
를 둔화가 불가피할 것으로 예상된다. 다만 경기 둔화 국면에서는 초저가 플랫폼과 PB상품 중심의 유통기업도 일정 부분 수혜를 받을 가능성이 있다. 결국 향후 유통산업의 핵심 투자 키워드는 **중간(Middle)의 약화와 양 끝단(Premium & Value)의 동시 성장**이다. 소비 양극화가 구조적으로 심화되는 환경에서는 프리미엄 소비를 흡수하는 기업과 초가성비 소비를 확보하는 기업의 시장지배력이 더욱 강화될 것으로 전망된다. 이는 향후 유통업종 투자전략에서도 **백화점·프리미엄 소비재와 초저가 온라인 플랫폼 중심의 선택과 집중**이 필요함을 시사한다.

표 9 소비 양극화 심화와 향후 전망: 자산효과가 소비를 결정, 유통업태간 실적 차별화는 구조적

구분	핵심 내용	실적 및 산업적 의미
소득·자산 양극화	상위계층의 처분가능소득 및 순자산 증가폭이 하위계층을 지속적으로 상회. 2025년 이후 주식·부동산 가격 상승과 일부 산업의 고액 성과급이 격차를 더욱 확대	소비 양극화의 구조적 심화
소비 구조 변화	상위계층은 명품·여행·프리미엄 소비 확대, 하위계층은 생필품·PB상품·초저가 중심 소비 강화	소비시장 Premium vs. Value 양극화 지속
자산효과 확대	부동산 및 금융자산 가격 상승이 소비를 결정하는 핵심 변수로 부상	경기보다 자산가격이 소비를 좌우하는 시대
유통업 영향	백화점·명품·프리미엄 소비재는 수혜 지속. 대형마트는 성장 둔화, 온라인은 프리미엄과 초저가 플랫폼 중심 재편	업태별 실적 차별화 확대
중장기 전망	소득·자산 격차가 단기간 해소되기 어려워 소비의 K자형 구조가 장기화될 전망	프리미엄 소비와 초가성비 소비 기업 중심의 투자전략 유효

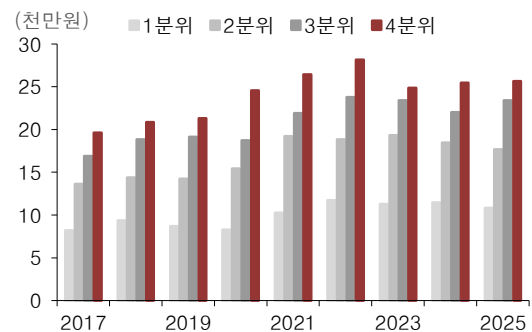
자료: 흥국증권 리서치센터

그림 24 가계순자산(전체가구 평균)은 견조한 증가추세지만



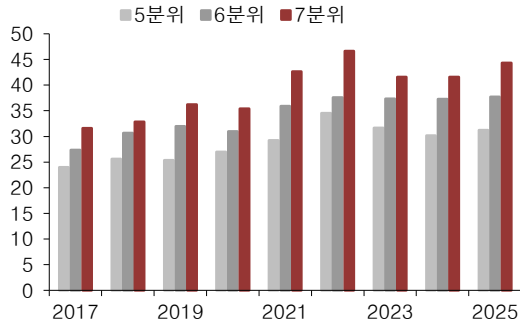
자료: 국가데이터처, 흥국증권 리서치센터

그림 25 소득 1~4분위 가계순자산: 감소



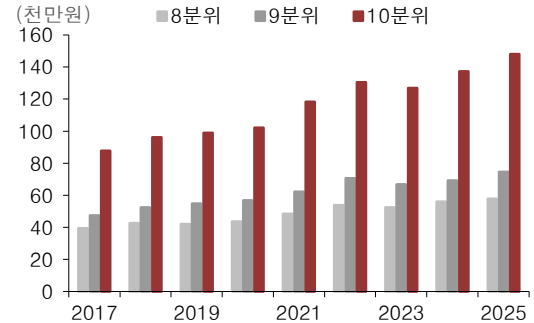
자료: 국가데이터처, 흥국증권 리서치센터

그림 26 소득 5~7분위 가계순자산: 정체



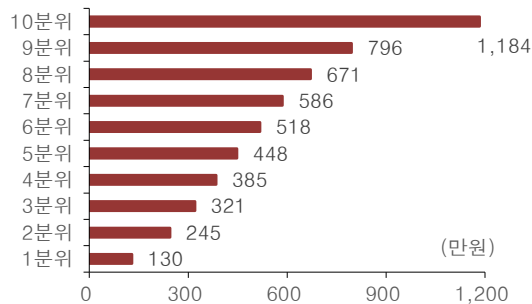
자료: 국가데이터처, 홍콩증권 리서치센터

그림 27 소득 8~10분위 가계순자산: 추세적 증가



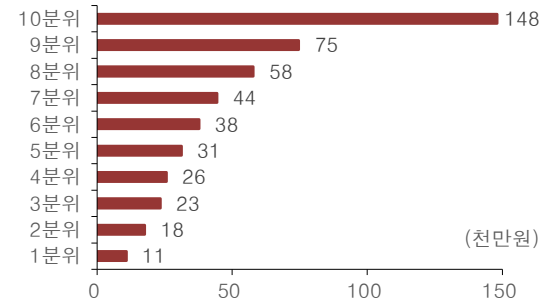
자료: 국가데이터처, 홍콩증권 리서치센터

그림 28 소득 10분위별 월평균 처분가능소득



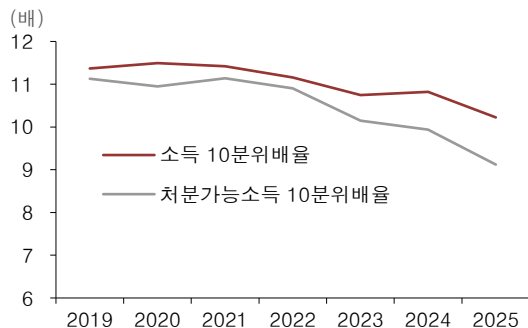
주: 2025년 기준
 자료: 국가데이터처, 홍콩증권 리서치센터

그림 29 소득 10분위별 가계순자산 규모



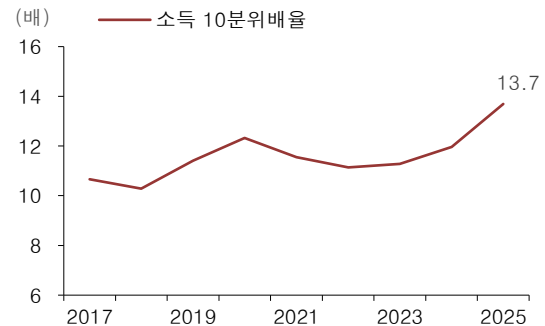
주: 2025년 기준
 자료: 국가데이터처, 홍콩증권 리서치센터

그림 30 소득 10분위배율 추이: 소득 불평등은 다소 완화



주: 소득 10분위배율= 상위 10% 소득의 평균값을 하위 10% 소득의 평균값으로 나눈 값
 자료: 국가데이터처, 홍콩증권 리서치센터

그림 31 소득 10분위별 가계순자산 규모: 순자산 불평등 확대



주: 소득 10분위배율= 상위 10% 순자산액의 평균값을 하위 10% 순자산액의 평균값으로 나눈 값
 자료: 국가데이터처, 홍콩증권 리서치센터

X. 종목분석

1. 신세계 (004170): 고급 소비의 구조적 승자	38p
2. 현대백화점 (069960): 성장과 환원의 귀감	42p
3. BGF리테일 (282330): 생산성 경쟁, 선두주자	46p
4. GS리테일 (007070): 생활 플랫폼으로 진화	50p
5. 현대그린푸드 (453340): 종합 푸드솔루션 기업	54p
6. 한섬 (020000): 프리미엄 브랜드 경쟁력	58p

지주/유통/상사

박종렬

02)6260-2466

jrpark@heungkuksec.co.kr

(004170)

신세계

BUY(유지)

고급 소비의 구조적 승자

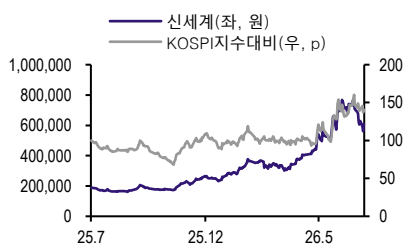
목표주가	930,000원(유지)
현재주가(07/15)	610,000원
상승여력	52.5%
시가총액	5,762십억원
발행주식수	9,445천주
52주 최고가 / 최저가	776,000 / 161,200원
3개월 일평균거래대금	56십억원
외국인 지분율	27.3%
주요주주	
정유경 (외 4인)	29.8%
국민연금공단 (외 1인)	12.7%
자사주 (외 1인)	7.2%

주가수익률(%)	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	-13.5	76.6	117.9	210.9
상대수익률(KOSPI)	1.3	57.0	66.0	84.4

(단위: 십억원, 원, %, 배)

재무정보	2024	2025	2026E	2027E
매출액	6,570	6,929	7,468	7,783
영업이익	477	480	746	816
EBITDA	958	981	1,260	1,328
지배주주순이익	108	14	360	402
EPS	10,948	1,445	41,975	46,893
순차입금	4,519	4,300	4,291	4,000
PER	12.1	170.9	14.5	13.0
PBR	0.3	0.5	1.2	1.2
EV/EBITDA	6.1	6.8	8.0	7.4
배당수익률	3.4	2.1	0.9	1.0
ROE	2.5	0.3	7.9	8.3
컨센서스 영업이익	-	-	770	0
컨센서스 EPS	-	-	40,862	0

주가추이



신세계는 소비 양극화와 자산효과 확대의 대표적인 구조적 수혜주임. 서울 고속버스터미널 복합개발, 센트럴시티 및 주요 부동산 가치 상승은 본업 가치뿐 아니라 자산가치(NAV) 재평가 가능성을 높이고 있음.

2026년: 외형보다 수익성, 성장보다 생산성

2026년 연간 연결기준 총매출액 13.1조원(+8.9% YoY), 영업이익 7,462억 원(+55.5% YoY)으로 수정 전망함. 백화점의 안정적인 기존점 성장과 면세점 수익성 개선이 동시에 진행될 것임. 사업부문별로는 백화점의 영업이익 증익이 연결실적을 견인하는 가운데, 면세점과 신세계인터내셔널의 흑자전환, 센트럴시티, 라이브쇼핑, 까사 등 모든 자회사들의 실적 개선이 가능할 전망이다.

주요 투자 포인트

소비 양극화는 신세계에 가장 우호적인 소비환경을 제공하고 있음. 자산가치 상승은 프리미엄 소비를 확대시키고 있으며, 이는 명품과 해외패션 중심의 백화점 실적 개선으로 연결되고 있음. 동시에 면세점은 구조조정을 마무리하며 수익성 중심 경영으로 전환되고 있고, 서울고속버스터미널 복합개발과 센트럴시티 개발은 중장기 NAV 상승 요인으로 작용할 것임. 신세계의 경우 실적 개선과 자산가치 상승이 동시에 진행되고 있다는 점이 투자 매력도를 높이고 있음.

투자의견 BUY, 목표주가 930,000원 유지

연초 이후 주가 상승에도 불구하고 자산가치 대비 할인 폭은 여전히 크며, 백화점 업태 가운데 가장 높은 이익 안정성과 우수한 자산 경쟁력을 보유하고 있음. 목표주가는 SOTP 방식으로 산출했고, 영업가치 평가시 EV/EBITDA Multiple 8.8배(2015~2020년 평균 대비 5% 할증)를 적용함. 6월 중순 이후 주가 하락 조정으로 12개월 Forward 기준 P/E, P/B는 각각 13.8배, 1.2배로 밸류에이션 매력은 양호함. 향후 주가의 핵심 변수는 1) 백화점 기존점 성장률(SSSG), 2) VIP 고객 확대, 3) 면세점 흑자전환, 4) 서울고속버스터미널 개발가치, 5) 추가적인 주주환원 정책이 될 전망이다. 유통업종 Top Pick 의견을 유지함.

표 1 신세계 실적 추이 및 전망 (연결 기준)

(단위: 십억원, %, % YoY)

	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26E	3Q26E	4Q26E	2025	2026E	2027E
총매출액	2,878	2,896	2,814	3,420	3,214	3,141	3,045	3,677	12,008	13,078	13,660
백화점	1,792	1,747	1,712	2,154	2,026	1,947	1,909	2,367	7,404	8,249	8,663
면세점	562	605	539	599	590	633	557	623	2,305	2,402	2,501
인터내셔널	256	309	310	344	296	318	319	356	1,219	1,289	1,331
센트럴시티	89	96	98	110	99	99	100	113	393	411	420
신세계까사	62	58	64	63	111	60	66	64	247	301	308
라이브쇼핑	81	80	85	91	90	83	88	94	337	354	364
매출액	1,666	1,694	1,636	1,934	1,847	1,811	1,739	2,071	6,929	7,468	7,783
매출총이익	1,028	1,021	979	1,165	1,155	1,123	1,075	1,269	4,193	4,621	4,887
영업이익	132	75	100	173	198	149	161	238	480	746	816
백화점	108	71	84	143	141	121	120	180	406	562	606
면세점	-2	-2	-6	2	11	6	5	6	-7	28	34
인터내셔널	5	-2	-2	-3	15	9	8	14	-2	46	61
센트럴시티	22	10	28	29	26	11	31	33	89	101	106
신세계까사	0	-2	0	-3	1	1	1	1	-5	4	4
라이브쇼핑	6	6	2	6	7	6	3	6	20	23	24
세전이익	105	12	63	-47	185	115	120	144	132	564	636
지배주주순이익	58	-2	35	-77	120	73	76	91	14	360	402
수익성 (%)											
GPM	35.7	35.2	34.8	34.1	35.9	35.7	35.3	34.5	34.9	35.3	35.8
OPM	4.6	2.6	3.5	5.0	6.2	4.7	5.3	6.5	4.0	5.7	6.0
RPM	3.6	0.4	2.2	-1.4	5.8	3.7	4.0	3.9	1.1	4.3	4.7
NPM	2.0	-0.1	1.3	-2.2	3.7	2.3	2.5	2.5	0.1	2.7	2.9
성장성 (% YoY)											
총매출액	2.1	4.1	3.9	7.3	11.7	8.5	8.2	7.5	4.4	8.9	4.5
영업이익	-18.8	-35.9	7.3	66.5	49.5	97.6	61.6	38.1	0.6	55.5	9.4
세전이익	-32.2	-83.9	23.0	적지	76.5	866.9	92.2	흑전	-32.1	326.5	12.8
지배주주순이익	-44.1	적전	67.3	적지	108.9	흑전	116.1	흑전	-87.1	2,480.4	11.7
기본 가정											
GDP성장률(실질)	0.2	0.7	2.1	1.6	3.8	3.2	2.3	2.8	1.2	3.0	2.9
민간소비	0.5	1.0	2.0	2.4	2.7	2.2	2.0	2.4	1.5	2.3	2.3
소비자물가상승률	2.1	2.1	2.0	2.4	2.1	2.8	2.8	2.6	2.2	2.6	2.3
원/달러	1,453	1,401	1,387	1,452	1,467	1,501	1,530	1,512	1,423	1,503	1,481

자료: 신세계, 흥국증권 리서치센터

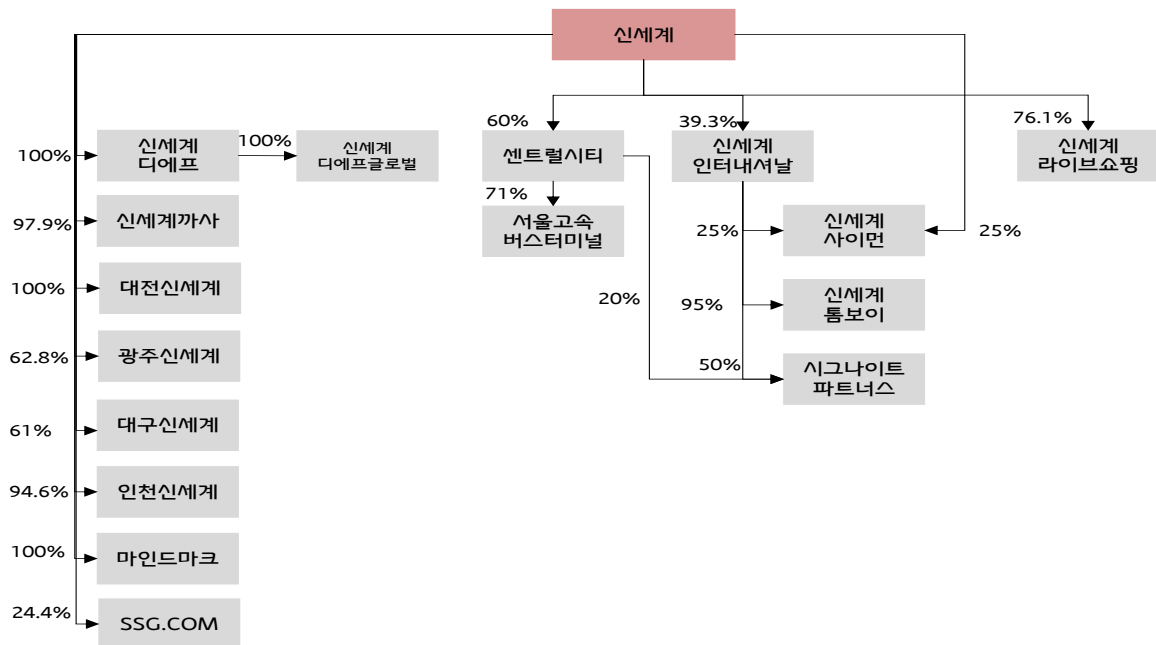
표 2 신세계 적정주가 산출 근거

(단위: 십억원, 천주, 원, %)

	2026E	2027E	12M Forward	비고
1. 사업가치	11,117	11,712	11,414	
EBITDA	1,260	1,328		
EV/EBITDA	8.8	8.8		2015~2020년 평균치(8.4배) 대비 5% 할증률 적용
2. 투자자산가치	3,633	3,676	3,654	
투자유가증권	1,590	1,609		순자산가액 대비 30% 할인 적용
기타투자자산 등	2,042	2,067		순자산가액 대비 30% 할인 적용
3. 기업가치 (=1+2)	14,749	15,388	15,069	
4. 순차입금	4,291	4,000	4,146	
5. 비지배주주지분	2,099	2,099	2,099	
6. 적정시가총액 (=3-4-5)	8,359	9,289	8,824	
발행주식수	9,445	9,445	9,445	
적정주가 (원)	885,044	983,474	934,259	
현재주가	610,000	610,000	610,000	
상승여력 (%)	45.1	61.2	53.2	

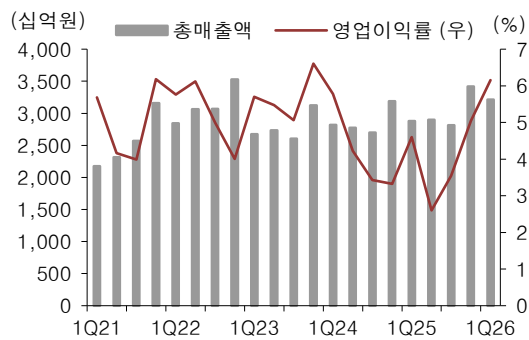
자료: 흥국증권 리서치센터

그림 1 신세계 지배구조



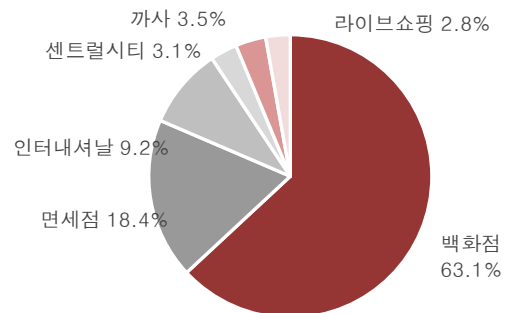
주: 신세계라이브쇼핑 2022년 8월부터 연결 편입
 자료: 신세계, 흥국증권 리서치센터

그림 2 총매출액 및 영업이익률 추이



주: 매출액은 총매출액 기준
 자료: 신세계, 흥국증권 리서치센터

그림 3 2026년 1분기 사업부문별 매출액 비중



주: 내부거래 제거 항목 제외
 자료: 신세계, 흥국증권 리서치센터

신세계(004170) 요약 재무제표

포괄손익계산서

(단위:십억원)

결산기	2024	2025	2026E	2027E	2028E
매출액	6,570	6,929	7,468	7,783	8,088
증가율 (Y-Y,%)	3.4	5.5	7.8	4.2	3.9
영업이익	477	480	746	816	884
증가율 (Y-Y,%)	(25.4)	0.6	55.5	9.4	8.3
EBITDA	958	981	1,260	1,328	1,400
영업외손익	(282)	(348)	(182)	(180)	(168)
순이자수익	(137)	(137)	(117)	(132)	(130)
외화관련손익	(31)	(3)	(14)	0	0
지분법손익	(12)	(12)	(10)	(10)	(10)
세전계속사업손익	195	132	564	636	716
당기순이익	187	65	445	502	565
지배기업당기순이익	108	14	360	402	452
증가율 (Y-Y,%)	(52.1)	(87.1)	2,480.4	11.7	12.6
3 Yr CAGR & Margins					
매출액증가율(3Yr)	1.3	(3.9)	5.5	5.8	5.3
영업이익증가율(3Yr)	(2.7)	(9.4)	5.3	19.6	22.6
EBITDA증가율(3Yr)	(6.4)	(7.1)	3.5	11.5	12.6
순이익증가율(3Yr)	(21.7)	(51.0)	12.5	39.1	106.1
영업이익률(%)	7.3	6.9	10.0	10.5	10.9
EBITDA마진(%)	14.6	14.2	16.9	17.1	17.3
순이익률 (%)	2.8	0.9	6.0	6.5	7.0
NOPLAT	457	235	588	645	698
(+) Dep	481	501	514	512	516
(-) 운전자본투자	(65)	(286)	13	(35)	(35)
(-) Capex	895	491	493	545	566
OpFCF	107	531	596	647	684

재무상태표

(단위:십억원)

결산기	2024	2025	2026E	2027E	2028E
유동자산	2,343	2,767	2,893	3,216	3,570
현금성자산	675	1,166	1,092	1,343	1,626
매출채권	597	586	613	638	663
재고자산	979	929	1,067	1,111	1,154
비유동자산	12,729	13,067	13,302	13,438	13,591
투자자산	4,360	4,630	4,843	4,902	4,961
유형자산	7,795	7,795	7,836	7,930	8,038
무형자산	574	642	623	606	592
자산총계	15,072	15,833	16,196	16,654	17,161
유동부채	4,947	5,176	5,544	5,632	5,718
매입채무	1,803	1,982	2,088	2,175	2,260
유동성이자부채	2,229	2,238	2,420	2,400	2,380
비유동부채	3,750	4,085	3,908	3,925	3,943
비유동이자부채	2,965	3,228	2,964	2,944	2,924
부채총계	8,697	9,261	9,453	9,557	9,661
자본금	49	49	49	49	49
자본잉여금	424	424	424	424	424
이익잉여금	3,718	3,658	3,933	4,287	4,690
자본조정	74	325	238	238	238
자기주식	(193)	(157)	(122)	(122)	(122)
자본총계	6,375	6,572	6,743	7,097	7,500
투하자본	9,298	8,960	8,914	8,952	9,006
순차입금	4,519	4,300	4,291	4,000	3,678
ROA	0.7	0.1	2.2	2.4	2.7
ROE	2.5	0.3	7.9	8.3	8.7
ROIC	5.1	2.6	6.6	7.2	7.8

주요투자지표

(단위:십억원, 원)

결산기	2024	2025	2026E	2027E	2028E
Per share Data					
EPS	10,948	1,445	41,975	46,893	52,784
BPS	433,221	461,923	491,696	529,244	571,863
DPS	4,500	5,200	5,500	5,800	6,000
Multiples(x,%)					
PER	12.1	170.9	14.5	13.0	11.6
PBR	0.3	0.5	1.2	1.2	1.1
EV/ EBITDA	6.1	6.8	8.0	7.4	6.7
배당수익률	3.4	2.1	0.9	1.0	1.0
PCR	1.3	2.3	8.2	6.0	5.7
PSR	0.2	0.3	0.8	0.7	0.7
재무건전성 (%)					
부채비율	136.4	140.9	140.2	134.7	128.8
Net debt/Equity	70.9	65.4	63.6	56.4	49.0
Net debt/EBITDA	471.8	438.1	340.5	301.3	262.7
유동비율	47.4	53.5	52.2	57.1	62.4
이자보상배율	3.5	3.5	6.4	6.2	6.8
이자비용/매출액	3.0	2.8	2.6	2.5	2.4
자산구조					
투하자본(%)	64.9	60.7	60.0	58.9	57.8
현금+투자자산(%)	35.1	39.3	40.0	41.1	42.2
자본구조					
차입금(%)	44.9	45.4	44.4	43.0	41.4
자기자본(%)	55.1	54.6	55.6	57.0	58.6

주) 재무제표는 연결기준으로 작성

현금흐름표

(단위:십억원)

결산기	2024	2025	2026E	2027E	2028E
영업현금	776	991	655	996	1,052
당기순이익	187	65	445	502	565
자산상각비	481	501	514	512	516
운전자본증감	(41)	137	7	35	35
매출채권감소(증가)	127	(4)	24	(25)	(25)
재고자산감소(증가)	(78)	32	(136)	(44)	(43)
매입채무증가(감소)	3	98	70	87	85
투자현금	(981)	(646)	(589)	(663)	(686)
단기투자자산감소	(7)	(19)	(2)	(6)	(6)
장기투자증권감소	(24)	(48)	(27)	(36)	(36)
설비투자	(895)	(491)	(493)	(545)	(566)
유무형자산감소	(3)	(3)	(37)	(44)	(44)
재무현금	(17)	(81)	(106)	(87)	(90)
차입금증가	203	(35)	(100)	(40)	(40)
자본증가	0	0	0	0	0
배당금	(82)	(86)	(46)	(47)	(50)
현금 증감	(220)	263	(38)	245	277
총현금흐름(Gross CF)	1,041	1,048	706	960	1,017
(-) 운전자본증가(감소)	(65)	(286)	13	(35)	(35)
(-) 설비투자	895	491	493	545	566
(+) 자산매각	(3)	(3)	(37)	(44)	(44)
Free Cash Flow	208	840	163	407	442
(-) 기타투자	24	48	27	36	36
잉여현금	184	792	136	371	406

지주/유통/상사

박종렬

02)6260-2466

jrpark@heungkuksec.co.kr

(069960)

BUY(유지)

성장과 환원의 귀감

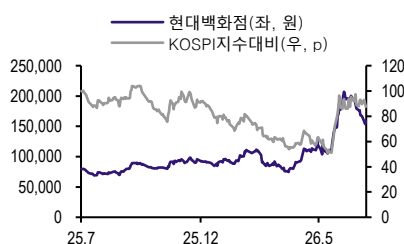
목표주가	270,000원(유지)
현재주가(07/15)	159,100원
상승여력	69.7%
시가총액	3,431십억원
발행주식수	21,565천주
52주 최고가 / 최저가	207,000 / 69,000원
3개월 일평균거래대금	27십억원
외국인 지분율	25.8%
주요주주	
현대지에프홀딩스 (외 3인)	44.0%
국민연금공단 (외 1인)	13.5%
FIDELITY FUNDS (외 39인)	5.3%

주가수익률(%)	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	-13.2	85.4	68.2	96.2
상대수익률(KOSPI)	1.6	65.8	16.3	-30.4

(단위: 십억원, 원, %, 배)

재무정보	2024	2025	2026E	2027E
매출액	4,188	4,230	4,345	4,620
영업이익	284	378	473	564
EBITDA	712	812	902	1,001
지배주주순이익	-36	208	315	381
EPS	-1,589	9,177	14,585	17,681
순차입금	2,298	2,267	2,726	2,811
PER	n/a	9.7	10.9	9.0
PBR	0.2	0.4	0.8	0.7
EV/EBITDA	4.7	5.3	6.8	6.2
배당수익률	3.0	2.4	1.4	1.6
ROE	-0.8	4.6	6.8	7.9
컨센서스 영업이익	-	-	435	0
컨센서스 EPS	-	-	13,355	0

주가추이



현대백화점은 주요 점포 리뉴얼과 상품 경쟁력 강화, 프리미엄 MD 확대를 통해 기존점 수익성을 지속적으로 개선하고 있으며, 현대백화점그룹이 보유한 우수한 부동산 자산 역시 기업가치 재평가 요인으로 작용할 전망이다.

2026년: 실적 정상화와 수익성 개선 지속

2026년 연간 연결기준 총매출액 10.2조원(+2.8% YoY), 영업이익 4,733억 원(+25.2% YoY)으로 외형 성장보다는 안정적인 이익 증가가 가능할 전망이다. 백화점의 호조로 당초 예상과는 달리 실적 모멘텀은 2분기부터 개선되고, 하반기에는 더욱 강화될 전망이다. 우호적인 영업환경으로 백화점의 견조한 영업이익 창출과 면세점의 흑자 전환이 가능할 것임. 백화점은 패션 포함 전 상품군 호조세와 더불어 비용 효율화 및 고마진 상품군 신장세로 양호한 실적을 기록할 것임.

주요 투자 포인트

1) 더현대서울을 중심으로 한 차별화된 콘텐츠 경쟁력과 지속적인 점포 리뉴얼은 고객 유입과 객단가 상승을 동시에 이끌고 있고, VIP 고객 기반 확대는 안정적인 동일점 성장률(SSSG)을 뒷받침함. 2) 면세점 손익 개선과 지누스 정상화는 추가적인 실적 모멘텀으로 작용할 전망이다. 현대백화점은 백화점 본업 경쟁력, 자회사 실적 회복, 자산가치 재평가가 동시에 진행되는 기업으로 평가할 수 있음. 3) 주주환원 정책의 일관성임. 자사주 매입, 중간배당 등 주주환원 정책이 구조적으로 정착되어 있음.

투자의견 BUY 유지, 목표주가 270,000원 유지

6월 중순 이후 주가 하락으로 12개월 Forward 기준 P/E, P/B는 각각 10.0 배, 0.7배로 여전히 저평가되어 있음. 향후 주가의 핵심 변수는 1) 백화점 기존점 성장률(SSSG), 2) VIP 고객 확대, 3) 주요 점포 리뉴얼 효과, 4) 지누스 실적 정상화, 5) 면세점 손익 개선이 될 것임. 소비가 구조적으로 프리미엄 채널로 집중되는 환경에서 현대백화점은 안정적인 이익 성장과 기업가치 재평가가 가능한 대표적인 구조적 승자로 판단함. 주주환원(보유 자사주 4.7% 4/28 소각 완료, 신규 매입 자사주 1.1% 연내 소각 예정, DPS 증대) 확대 등을 통해 주가 재평가는 향후에도 지속 가능할 전망이다.

표 1 현대백화점 적정주주가치 산출 근거

(단위: 십억원, 천주, 원, %)

	2026E	2027E	12M Forward	비고
1. 사업가치	8,797	9,764	9,361	
EBITDA	902	1,001		
EV/EBITDA	9.8	9.8		2020~2022년 평균치(7.8배) 대비 25% 할증
2. 투자자산가치	962	962	962	
투자유가증권	150	150		순자산가액 대비 20% 할인 적용
기타투자자산 등	812	812		순자산가액 대비 20% 할인 적용
3. 기업가치 (=1+2)	9,759	10,726	10,323	
4. 순차입금	2,726	2,811	2,776	
5. 비지배주주지분	1,720	1,720	1,720	
6. 적정시가총액 (=3-4-5)	5,314	6,196	5,828	
발행주식수	21,565	21,565	21,565	
적정주가 (원)	246,401	287,310	270,264	
현재주가	159,100	159,100	159,100	
상승여력 (%)	54.9	80.6	69.9	

자료: 흥국증권 리서치센터

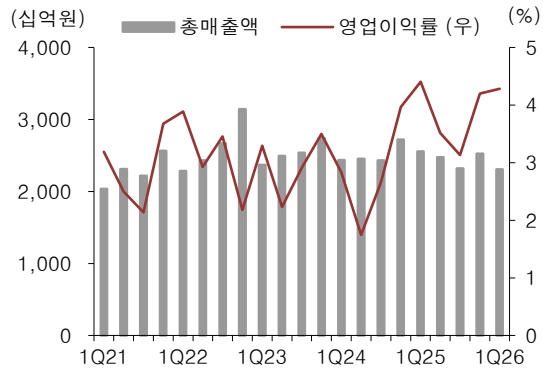
표 2 현대백화점 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)

	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26E	3Q26E	4Q26E	2025	2026E	2027E
총매출액	2,555	2,474	2,320	2,523	2,306	2,683	2,439	2,725	9,871	10,152	10,712
백화점	1,739	1,701	1,690	1,970	1,830	1,988	1,806	2,055	7,100	7,680	8,004
면세점	589	564	387	374	359	506	408	517	1,913	1,790	2,017
지누스	250	253	284	227	163	234	266	200	1,013	862	873
매출액	1,098	1,080	1,010	1,042	950	1,154	1,086	1,156	4,230	4,345	4,620
매출총이익	643	641	586	681	605	718	671	763	2,550	2,757	2,958
영업이익	113	87	73	106	99	95	116	164	378	473	564
백화점	97	69	89	138	136	104	112	163	394	514	557
면세점	-2	-1	1	2	3	5	4	6	0	18	24
지누스	28	29	-8	-23	-30	-4	10	5	26	-18	23
세전이익	121	78	65	-141	99	86	108	150	123	443	532
지배주주순이익	68	45	45	49	68	62	78	107	208	315	381
수익성(%)											
GPM	25.2	25.9	25.2	27.0	26.2	26.8	27.5	28.0	25.8	27.2	27.6
OPM	4.4	3.5	3.1	4.2	4.3	3.5	4.8	6.0	3.8	4.7	5.3
백화점	5.6	4.1	5.3	7.0	7.4	5.2	6.2	7.9	5.5	6.7	7.0
면세점	-0.3	-0.2	0.3	0.6	0.9	0.9	1.0	1.1	0.0	1.0	1.2
지누스	11.0	11.5	-2.8	-10.2	-18.5	-1.5	3.7	2.7	2.5	-2.1	2.6
RPM	4.7	3.2	2.8	-5.6	4.3	3.2	4.4	5.5	1.2	4.4	5.0
NPM	2.7	1.8	2.0	2.0	3.0	2.3	3.2	3.9	2.1	3.1	3.6
성장성(%, YoY)											
총매출액	5.0	-0.1	-4.6	-7.3	-9.7	8.4	5.1	8.0	-1.9	2.8	5.5
영업이익	63.5	103.0	12.5	-1.7	-12.2	8.9	59.9	54.5	33.2	25.2	19.1
세전이익	29.2	흑전	46.5	적전	-18.5	10.3	65.8	흑전	1,921	258.8	20.3
지배주주순이익	-0.6	흑전	113.4	146.8	0.5	36.6	71.4	116.9	흑전	51.5	21.2
주요가정(%, YoY)											
GDP성장률(실질)	0.2	0.7	2.1	1.6	3.8	3.2	2.3	2.8	1.2	3.0	2.9
민간소비	0.5	1.0	2.0	2.4	2.7	2.2	2.0	2.4	1.5	2.3	2.3
소비자물가상승률	2.1	2.1	2.0	2.4	2.1	2.8	2.8	2.6	2.2	2.6	2.3
원/달러(평균)	1,453	1,401	1,387	1,452	1,467	1,501	1,530	1,512	1,423	1,503	1,481

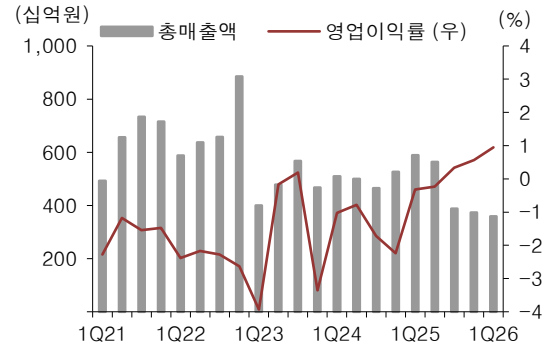
 주: 2024년 2분기 현대홈쇼핑 주식 매각 및 잔여지분 매각예정자산 재분류 영향에 따른 평가 및 처분손실 2,411억원 반영
 자료: 현대백화점, 흥국증권 리서치센터

그림 1 연결 총매출액 및 영업이익률 추이



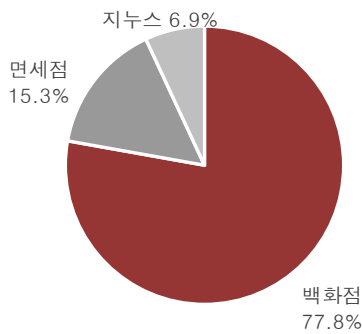
자료: 현대백화점, 흥국증권 리서치센터

그림 2 면세점 매출액 및 영업이익률 추이



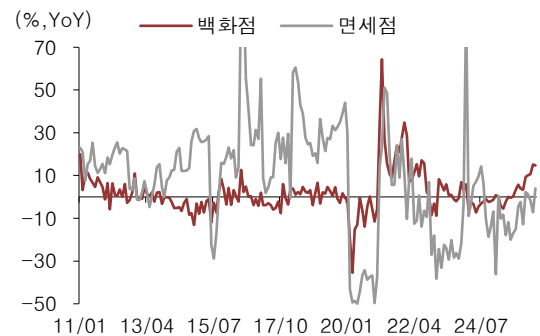
자료: 현대백화점, 흥국증권 리서치센터

그림 3 2026년 1분기 사업부문별 매출액 비중



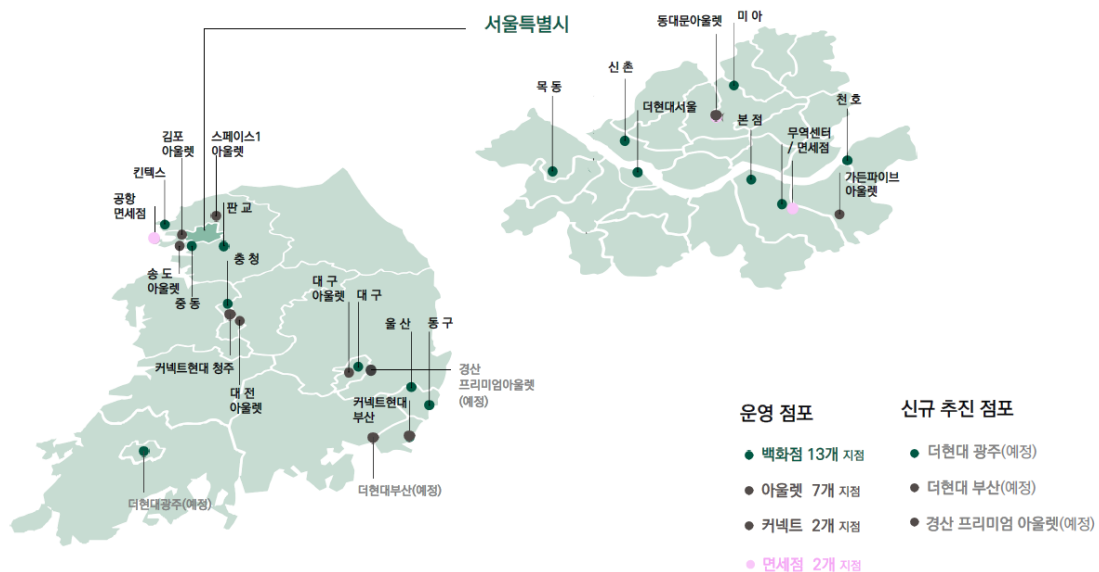
자료: 지누스, 흥국증권 리서치센터

그림 4 백화점 및 면세점 소매판매액지수, 백화점 호조



자료: 현대백화점, 흥국증권 리서치센터

그림 5 현대백화점 점포 현황



자료: 현대백화점, 흥국증권 리서치센터

현대백화점(069960) 요약 재무제표

포괄손익계산서

(단위:십억원)

결산기	2024	2025	2026E	2027E	2028E
매출액	4,188	4,230	4,345	4,620	5,062
증가율 (Y-Y, %)	(0.5)	1.0	2.7	6.3	9.6
영업이익	284	378	473	564	643
증가율 (Y-Y, %)	(6.4)	33.1	25.2	19.1	14.0
EBITDA	712	812	902	1,001	1,091
영업외손익	(278)	(255)	(31)	(31)	(31)
순이자수익	(46)	(38)	(40)	(43)	(43)
외화관련손익	24	(6)	5	0	0
지분법손익	(95)	5	5	5	6
세전계속사업손익	6	123	443	532	612
당기순이익	(1)	142	330	410	471
지배기업당기순이익	(36)	208	315	381	438
증가율 (Y-Y, %)	적지	흑전	51.5	21.2	15.0
3 Yr CAGR & Margins					
매출액증가율(3Yr)	5.4	(5.5)	1.1	3.3	6.2
영업이익증가율(3Yr)	2.4	5.6	16.0	25.7	19.4
EBITDA증가율(3Yr)	7.9	6.0	7.4	12.0	10.3
순이익증가율(3Yr)	n/a	(8.7)	n/a	n/a	49.3
영업이익률(%)	6.8	8.9	10.9	12.2	12.7
EBITDA마진(%)	17.0	19.2	20.7	21.7	21.5
순이익률 (%)	(0.0)	3.3	7.6	8.9	9.3
NOPLAT	(35)	274	353	434	495
(+) Dep	428	434	428	437	448
(-) 운전자본투자	(35)	(87)	438	263	72
(-) Capex	475	579	496	554	607
OpFCF	(46)	216	(153)	53	263

재무상태표

(단위:십억원)

결산기	2024	2025	2026E	2027E	2028E
유동자산	3,046	3,082	3,999	4,023	4,296
현금성자산	143	292	426	324	425
매출채권	1,113	923	1,001	1,052	1,137
재고자산	617	456	519	553	598
비유동자산	8,172	8,168	8,281	8,439	8,639
투자자산	1,160	1,221	1,203	1,203	1,204
유형자산	5,790	5,984	6,124	6,306	6,529
무형자산	1,222	962	955	930	907
자산총계	11,218	11,250	12,280	12,463	12,935
유동부채	3,288	3,734	4,624	4,478	4,570
매입채무	1,355	1,341	1,630	1,484	1,575
유동성이자부채	1,231	1,703	2,248	2,240	2,232
비유동부채	1,695	1,205	1,264	1,260	1,256
비유동이자부채	1,210	857	903	895	887
부채총계	4,983	4,939	5,888	5,739	5,827
자본금	117	117	117	117	117
자본잉여금	612	612	612	612	612
이익잉여금	3,754	3,920	4,188	4,520	4,904
자본조정	(87)	(100)	(244)	(244)	(244)
자기주식	(93)	(114)	(128)	(128)	(128)
자본총계	6,234	6,311	6,392	6,724	7,109
투하자본	8,380	8,388	8,931	9,348	9,616
순차입금	2,298	2,267	2,726	2,811	2,695
ROA	(0.3)	1.8	2.7	3.1	3.5
ROE	(0.8)	4.6	6.8	7.9	8.4
ROIC	(0.4)	3.3	4.1	4.7	5.2

주요투자지표

(단위:십억원, 원)

결산기	2024	2025	2026E	2027E	2028E
Per share Data					
EPS	(1,589)	9,177	14,585	17,681	20,330
BPS	194,238	201,050	206,500	221,158	238,150
DPS	1,400	2,150	2,300	2,500	2,700
Multiples(x, %)					
PER	n/a	9.7	10.9	9.0	7.8
PBR	0.2	0.4	0.8	0.7	0.7
EV/ EBITDA	4.7	5.3	6.8	6.2	5.6
배당수익률	3.0	2.4	1.4	1.6	1.7
PCR	1.4	2.3	5.5	4.4	4.1
PSR	0.3	0.5	0.8	0.8	0.7
재무건전성 (%)					
부채비율	79.9	78.3	92.1	85.3	82.0
Net debt/Equity	36.9	35.9	42.6	41.8	37.9
Net debt/EBITDA	322.5	279.3	302.3	280.9	247.1
유동비율	92.6	82.6	86.5	89.8	94.0
이자보상배율	6.2	9.9	12.0	13.0	15.0
이자비용/매출액	2.4	2.2	2.2	2.1	1.9
자산구조					
투하자본(%)	86.5	84.7	84.6	86.0	85.5
현금+투자자산(%)	13.5	15.3	15.4	14.0	14.5
자본구조					
차입금(%)	28.1	28.9	33.0	31.8	30.5
자기자본(%)	71.9	71.1	67.0	68.2	69.5

주) 재무제표는 연결기준으로 작성

현금흐름표

(단위:십억원)

결산기	2024	2025	2026E	2027E	2028E
영업현금	734	986	771	554	813
당기순이익	(1)	142	330	410	471
자산상각비	428	434	428	437	448
운전자본증감	90	295	160	(263)	(72)
매출채권감소(증가)	77	165	(24)	(51)	(85)
재고자산감소(증가)	18	160	(60)	(34)	(45)
매입채무증가(감소)	(31)	(26)	263	(146)	91
투자현금	(193)	(693)	(1,142)	(590)	(643)
단기투자자산감소	186	(298)	(615)	(1)	(1)
장기투자증권감소	67	0	3	5	5
설비투자	(475)	(579)	(496)	(554)	(607)
유무형자산감소	38	9	(30)	(40)	(40)
재무현금	(586)	(138)	498	(66)	(70)
차입금증가	(516)	(63)	522	(16)	(16)
자본증가	0	0	0	0	0
배당금	(38)	(51)	(57)	(50)	(54)
현금 증감	(38)	154	132	(102)	100
총현금흐름(Gross CF)	789	865	656	817	885
(-) 운전자본증가(감소)	(35)	(87)	438	263	72
(-) 설비투자	475	579	496	554	607
(+) 자산매각	38	9	(30)	(40)	(40)
Free Cash Flow	387	382	(307)	(41)	165
(-) 기타투자	(67)	(0)	(3)	(5)	(5)
잉여현금	454	382	(304)	(35)	171

지주/유통/상사

박종렬

02)6260-2466

jrpark@heungkuksec.co.kr

(282330)

BUY(유지)

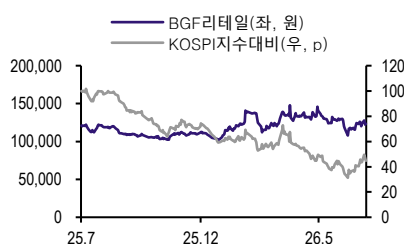
생산성 경쟁, 선두주자

목표주가	180,000원(유지)
현재주가(07/15)	123,600원
상승여력	45.6%
시가총액	2,136십억원
발행주식수	17,284천주
52주 최고가 / 최저가	147,800 / 102,000원
3개월 일평균거래대금	10십억원
외국인 지분율	37.6%
주요주주	
비지엠프 (외 19인)	46.5%
국민연금공단 (외 1인)	8.3%
자사주 (외 1인)	0.1%
주가수익률(%)	1개월 3개월 6개월 12개월
절대수익률	-4.8 -6.9 12.7 0.3
상대수익률(KOSPI)	9.9 -26.4 -39.2 -126

(단위: 십억원, 원, %, 배)

재무정보	2024	2025	2026E	2027E
매출액	8,699	9,061	9,489	9,832
영업이익	252	254	293	313
EBITDA	767	789	836	874
지배주주순이익	195	195	218	236
EPS	11,295	11,297	12,599	13,683
순차입금	676	576	236	-150
PER	9.1	9.3	9.8	9.0
PBR	1.5	1.4	1.5	1.3
EV/EBITDA	3.2	3.0	2.8	2.3
배당수익률	4.0	3.9	3.4	3.5
ROE	17.3	15.6	15.7	15.4
컨센서스 영업이익	-	-	296	0
컨센서스 EPS	-	-	12,815	0

추가추이



2023년 이후 양적성장에서 질적성장으로 전환하면서 기업체질 강화에 매진하고 있음. BGF리테일은 업계 1위 사업자로서 상품기획(MD) 경쟁력과 운영 효율성, 전국적인 물류 인프라를 바탕으로 시장 재편의 가장 큰 수혜를 받을 것으로 판단함.

2026년: 수익성 중심의 질적 성장 본격화

2026년 연간 연결기준 매출액 9.5조원(+4.7% YoY), 영업이익 2,929억원(+15.3% YoY)으로 수정 전망함. 2026년 연결 실적은 기존점 매출 증가와 고마진 상품 확대, 운영 효율화가 동시에 진행되면서 안정적인 이익 성장이 가능할 것임. 식품과 즉석조리식품(HMR), 디저트, 자체브랜드(PB) 상품 판매 확대는 객단가 상승과 매출총이익률 개선으로 연결되고, 디지털 기반 발주 시스템과 비용 효율화는 점포 수익성을 지속적으로 높일 것임. 신규 출점 속도는 둔화되겠지만 점당 생산성이 개선되는 구조로 전환되면서 외형보다 수익성이 실적을 견인하는 국면이 본격화될 것으로 예상함.

주요 투자 포인트

편의점 채널은 생활밀착형 소비 증가와 1~2인 가구 확대, 즉시 소비(Instant Consumption) 트렌드의 대표적인 수혜 업체임. BGF리테일은 업계 최대 구매력과 상품 경쟁력을 기반으로 PB상품 확대와 프리미엄 간편식 강화에서 경쟁사 대비 우위를 유지하고 있음. 모바일 멤버십과 배달, 픽업 서비스 확대는 고객 락인(Customer Lock-in)을 강화하며 시장점유율 확대를 뒷받침할 전망이다. BGF리테일은 시장점유율 확대, 점당 생산성 개선, 고객 충성도 강화가 동시에 진행되는 대표적인 질적 성장 기업으로 평가함.

투자 의견 BUY, 목표주가 180,000원 유지

최근 주가 하락으로 12개월 Forward 기준 P/E, P/B는 각각 9.4배, 1.4배 수준으로 밸류에이션 매력은 제고됨. 향후 주가의 핵심 변수는 1) 기존점 성장률(SSSG), 2) 점당 생산성 향상, 3) PB 및 식품 매출 비중 확대, 4) 운영 효율화에 따른 영업이익률 개선, 5) 시장점유율 확대가 될 전망이다. 편의점 업체 역시 시장 확대보다 시장 재편이 중요한 국면에 진입하고 있으며, BGF리테일은 이러한 구조적 변화의 최대 수혜 기업으로 판단함.

표 1 BGF리테일 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)

	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26E	3Q26E	4Q26E	2025	2026E	2027E
매출액	2,016	2,290	2,462	2,292	2,120	2,396	2,577	2,396	9,061	9,489	9,832
매출총이익	370	429	464	424	391	457	493	451	1,687	1,792	1,877
영업이익	23	69	98	64	38	76	107	72	254	293	313
세전이익	17	67	99	64	38	74	108	64	247	285	309
지배주주순이익	13	53	79	50	29	56	83	49	195	218	236
수익성 (%)											
GPM	18.3	18.7	18.9	18.5	18.4	19.1	19.1	18.8	18.6	18.9	19.1
OPM	1.1	3.0	4.0	2.8	1.8	3.2	4.1	3.0	2.8	3.1	3.2
RPM	0.9	2.9	4.0	2.8	1.8	3.1	4.2	2.7	2.7	3.0	3.1
NPM	0.7	2.3	3.2	2.2	1.4	2.4	3.2	2.0	2.2	2.3	2.4
성장성 (% YoY)											
매출액	3.2	4.0	5.9	3.4	5.2	4.6	4.7	4.5	4.2	4.7	3.6
영업이익	-30.7	-8.9	7.1	24.4	68.4	10.1	9.4	11.3	0.9	15.3	6.7
세전이익	-44.2	-9.5	11.3	24.2	121.9	10.3	9.4	0.3	0.7	15.1	8.6
지배주주순이익	-42.9	-9.7	13.5	14.5	119.2	6.9	4.6	-1.6	0.0	11.5	8.6
주요 가정											
GDP성장률(실질)	0.2	0.7	2.1	1.6	3.8	3.2	2.3	2.8	1.2	3.0	2.9
민간소비	0.5	1.0	2.0	2.4	2.7	2.2	2.0	2.4	1.5	2.3	2.3
소비자물가상승률	2.1	2.1	2.0	2.4	2.1	2.8	2.8	2.6	2.2	2.6	2.3
매장수											
CVS (기말)	18,521	18,584	18,647	18,711	18,786	18,861	18,936	19,011	18,711	19,011	19,291
CVS (평균)	18,490	18,553	18,616	18,679	18,749	18,824	18,899	18,974	18,679	18,974	19,256

주: 2026년 1분기 이후 매장수는 당사 추정치임.

자료: BGF리테일, 흥국증권 리서치센터

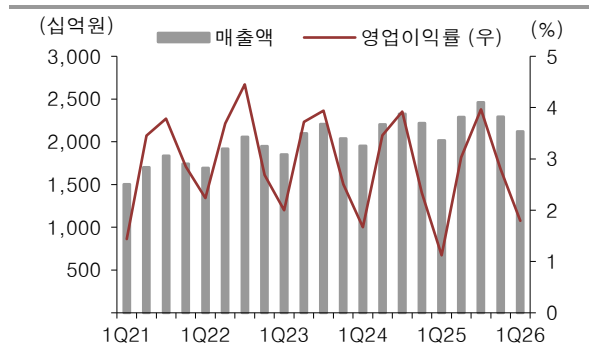
표 2 BGF리테일 적정주주가치 산출 근거

(단위: 십억원, 천주, 원, %)

	2026E	2027E	12M Forward	비고
1. 사업가치	2,053	2,146	2,100	
EBITDA	836	874		
EV/EBITDA	2.5	2.5		최근 5년간 평균(4.3배) 대비 43% 할인
2. 투자자산가치	1,038	1,080	1,059	
투자유가증권	35	36		순자산가액 대비 30% 할인 적용
기타투자자산 등	1,003	1,044		순자산가액 대비 30% 할인 적용
3. 기업가치 (=1+2)	3,092	3,227	3,159	
4. 순차입금	236	-150	43	
5. 비지배주주지분	0	0	0	
6. 적정시가총액 (=3-4-5)	2,856	3,377	3,116	
발행주식수	17,284	17,284	17,284	
적정주가 (원)	165,246	195,366	180,306	
현재주가	123,600	123,600	123,600	
상승여력 (%)	33.7	58.1	45.9	

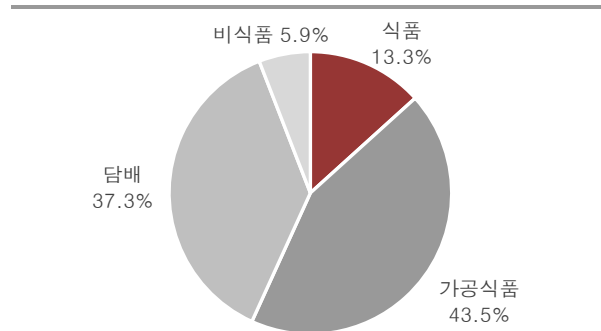
자료: BGF리테일, 흥국증권 리서치센터

그림 1 매출액과 영업이익률 추이



자료: BGF리테일, 흥국증권 리서치센터

그림 2 상품 믹스 비중 (2026년 1분기 기준)



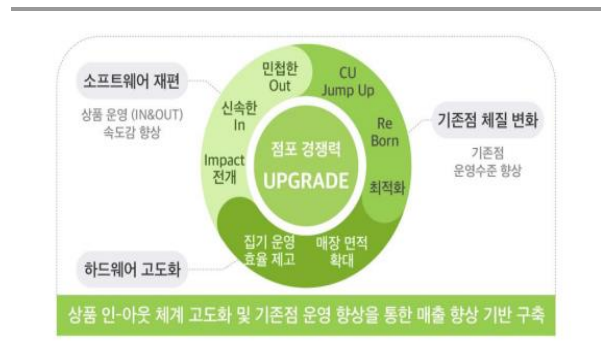
자료: BGF리테일, 흥국증권 리서치센터

그림 3 편의점 판매액 지수 추이



자료: 통계청, 흥국증권 리서치센터

그림 4 BGF리테일 점포 경쟁력 강화 전략



자료: BGF리테일, 흥국증권 리서치센터

표 3 BGF리테일 재무안정성 지표 추이 및 전망

(십억원, %, 배)	2022	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
총차입금	1,154	1,254	1,234	1,217	1,429	1,389	1,349
순차입금	589	730	676	576	236	-150	-364
부채비율(%)	206.1%	199.6%	187.3%	170.8%	175.3%	155.6%	138.2%
차입금의존도 (%)	39.2%	39.0%	36.3%	34.2%	35.6%	33.5%	31.4%
순차입금의존도 (%)	20.0%	22.7%	19.9%	16.2%	5.9%	-3.6%	-8.5%
총차입금/EBITDA (배)	1.7	1.7	1.6	1.5	1.7	1.6	1.8
순차입금/EBITDA (배)	0.9	1.0	0.9	0.7	0.3	-0.2	-0.5
단기유동성	0.9	0.8	0.8	0.8	1.5	1.9	2.0
당좌비율	69.7%	66.8%	65.5%	73.0%	91.7%	114.3%	126.8%
유동비율	80.7%	82.2%	81.1%	88.9%	107.6%	130.9%	144.2%
자기자본비율	32.7%	33.4%	34.8%	36.9%	36.3%	39.1%	42.0%
현금성자산 (A)	565	524	558	641	1,193	1,539	1,713
단기성차입금 (B)	306	343	353	368	589	569	549
A/B (%)	184.3	152.7	158.1	174.3	202.7	270.6	312.2
단기성차입금/총차입금 (%)	26.6	27.4	28.6	30.2	41.2	40.9	40.7
영업이익	252	253	252	254	293	313	332
EBITDA	673	731	767	789	836	874	770
순이자비용	14	21	23	18	28	23	19
이자보상배율 (영업이익 대비)	17.5	11.9	11.2	14.0	10.6	13.7	17.1
이자보상배율 (EBITDA 대비)	46.7	34.4	34.1	43.3	30.2	38.4	39.6

자료: BGF리테일, 흥국증권 리서치센터

BGF리테일(282330) 요약 재무제표

포괄손익계산서

(단위:십억원)

결산기	2024	2025	2026E	2027E	2028E
매출액	8,699	9,061	9,489	9,832	10,166
증가율 (Y-Y, %)	6.2	4.2	4.7	3.6	3.4
영업이익	252	254	293	313	332
증가율 (Y-Y, %)	(0.6)	0.9	15.3	6.7	6.3
EBITDA	767	789	836	874	770
영업외손익	(6)	(7)	(8)	(4)	(0)
순이자수익	(23)	(18)	(28)	(23)	(19)
외화관련손익	3	(1)	0	0	0
지분법손익	(1)	1	0	0	0
세전계속사업손익	245	247	285	309	332
당기순이익	195	195	218	236	254
지배기업당기순이익	195	195	218	236	254
증가율 (Y-Y, %)	(0.3)	0.0	11.5	8.6	7.4
3 Yr CAGR & Margins					
매출액증가율(3Yr)	8.7	6.0	5.0	4.2	3.9
영업이익증가율(3Yr)	8.1	0.2	5.0	7.5	9.4
EBITDA증가율(3Yr)	9.7	5.4	4.6	4.5	(0.8)
순이익증가율(3Yr)	9.8	0.3	3.6	6.6	9.1
영업이익률(%)	2.9	2.8	3.1	3.2	3.3
EBITDA마진(%)	8.8	8.7	8.8	8.9	7.6
순이익률 (%)	2.2	2.2	2.3	2.4	2.5
NOPLAT	200	201	224	239	254
(+) Dep	515	535	544	562	438
(-) 운전자본투자	(56)	28	(57)	14	16
(-) Capex	219	241	239	265	325
OpFCF	553	466	586	521	351

재무상태표

(단위:십억원)

결산기	2024	2025	2026E	2027E	2028E
유동자산	1,052	1,180	1,777	2,143	2,338
현금성자산	558	641	1,193	1,539	1,713
매출채권	244	279	270	280	289
재고자산	212	216	237	245	253
비유동자산	2,351	2,376	2,237	2,002	1,953
투자자산	1,438	1,415	1,483	1,544	1,606
유형자산	834	887	688	401	296
무형자산	79	74	66	58	51
자산총계	3,403	3,556	4,014	4,145	4,291
유동부채	1,296	1,328	1,651	1,637	1,622
매입채무	871	905	919	923	926
유동성이자부채	353	368	589	569	549
비유동부채	922	915	905	887	868
비유동이자부채	881	849	840	820	800
부채총계	2,218	2,243	2,556	2,523	2,490
자본금	17	17	17	17	17
자본잉여금	322	322	322	322	322
이익잉여금	831	959	1,105	1,269	1,449
자본조정	14	15	14	14	14
자기주식	(2)	(2)	(2)	(2)	(2)
자본총계	1,184	1,313	1,458	1,622	1,801
투자자본	1,813	1,840	1,643	1,420	1,383
순차입금	676	576	236	(150)	(364)
ROA	5.9	5.6	5.8	5.8	6.0
ROE	17.3	15.6	15.7	15.4	14.8
ROIC	11.1	11.0	12.9	15.6	18.1

주요투자지표

(단위:십억원, 원)

결산기	2024	2025	2026E	2027E	2028E
Per share Data					
EPS	11,295	11,297	12,599	13,683	14,692
BPS	68,511	75,970	84,346	93,824	104,210
DPS	4,100	4,100	4,200	4,300	4,500
Multiples(x, %)					
PER	9.1	9.3	9.8	9.0	8.4
PBR	1.5	1.4	1.5	1.3	1.2
EV/ EBITDA	3.2	3.0	2.8	2.3	2.3
배당수익률	4.0	3.9	3.4	3.5	3.6
PCR	2.2	2.2	1.9	2.7	3.1
PSR	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2
재무건전성 (%)					
부채비율	187.3	170.8	175.3	155.6	138.2
Net debt/Equity	57.1	43.9	16.2	n/a	n/a
Net debt/EBITDA	88.1	73.0	28.2	n/a	n/a
유동비율	81.1	88.9	107.6	130.9	144.2
이자보상배율	11.2	14.0	10.6	13.7	17.1
이자비용/매출액	0.6	0.5	0.6	0.5	0.5
자산구조					
투자자본(%)	47.6	47.2	38.0	31.5	29.4
현금+투자자산(%)	52.4	52.8	62.0	68.5	70.6
자본구조					
차입금(%)	51.0	48.1	49.5	46.1	42.8
자기자본(%)	49.0	51.9	50.5	53.9	57.2

주) 재무제표는 연결기준으로 작성

현금흐름표

(단위:십억원)

결산기	2024	2025	2026E	2027E	2028E
영업현금	769	771	1,285	785	677
당기순이익	195	195	218	236	254
자산상각비	515	535	544	562	438
운전자본증감	28	2	173	(14)	(16)
매출채권감소(증가)	20	(19)	(78)	(9)	(9)
재고자산감소(증가)	(35)	(3)	(21)	(8)	(8)
매입채무증가(감소)	56	8	295	4	3
투자현금	(346)	(272)	(726)	(353)	(417)
단기투자자산감소	34	43	(24)	(26)	(28)
장기투자증권감소	(12)	0	(2)	(2)	(2)
설비투자	(219)	(241)	(239)	(265)	(325)
유무형자산감소	(5)	2	(1)	(1)	(1)
재무현금	(400)	(409)	(98)	(113)	(114)
차입금증가	(329)	(339)	(98)	(40)	(40)
자본증가	0	0	0	0	0
배당금	(71)	(71)	(71)	(73)	(74)
현금 증감	22	89	462	320	146
총현금흐름(Gross CF)	788	813	1,111	799	693
(-) 운전자본증가(감소)	(56)	28	(57)	14	16
(-) 설비투자	219	241	239	265	325
(+) 자산매각	(5)	2	(1)	(1)	(1)
Free Cash Flow	621	546	929	518	351
(-) 기타투자	12	0	2	2	2
잉여현금	608	546	927	516	349

지주/유통/상사

박종렬

02)6260-2466

jrpark@heungkuksec.co.kr

(007070)

BUY(유지)

GS리테일

생활 플랫폼으로 진화

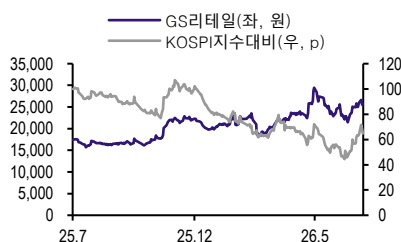
목표주가	37,000원(상향)
현재주가(07/15)	25,700원
상승여력	44.0%
시가총액	2,149십억원
발행주식수	83,607천주
52주 최고가 / 최저가	29,450 / 15,700원
3개월 일평균거래대금	6십억원
외국인 지분율	13.5%
주요주주	
GS (외 3인)	58.6%
국민연금공단 (외 1인)	10.0%
자사주 (외 1인)	0.1%

주가수익률(%)	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	3.4	12.2	23.0	43.5
상대수익률(KOSPI)	18.2	-7.4	-28.9	-83.1

(단위: 십억원, 원, %, 배)

재무정보	2024	2025	2026E	2027E
매출액	11,579	11,957	12,456	12,891
영업이익	256	292	342	373
EBITDA	1,017	1,027	1,041	1,023
지배주주순이익	3	43	192	208
EPS	30	519	2,297	2,492
순차입금	2,791	2,317	1,985	1,662
PER	541.5	38.7	11.2	10.3
PBR	0.4	0.5	0.6	0.6
EV/EBITDA	4.1	3.9	4.0	3.7
배당수익률	3.0	3.0	2.5	2.7
ROE	0.1	1.3	5.7	6.0
컨센서스 영업이익	-	-	344	0
컨센서스 EPS	-	-	2,357	0

주가추이



GS리테일은 편의점과 슈퍼마켓, 홈쇼핑, 디지털 채널을 연계한 사업 포트폴리오를 바탕으로 차별화된 경쟁력을 확보하고 있음. 향후에는 점포 확대보다 고객 접점 확대와 운영 효율성, 플랫폼 경쟁력이 기업가치를 결정하는 핵심 요소가 될 것임.

2026년: 사업 포트폴리오 가치가 부각

2026년 연간 연결기준 매출액 12.5조원(+4.2% YoY), 영업이익 3,423억원(+16.8% YoY)으로 수정 전망함. 편의점 부문은 신규 점포 출점 속도 조절과 고효율 점포 중심의 운영을 통해 내실 경영을 강화할 것이며, 슈퍼마켓(GS THE FRESH)은 가맹 점포 확대와 쿼커머스 시너지를 통해 온-오프라인 통합 경쟁력을 높여 증익 기조를 뒷받침할 것임. 특히 홈쇼핑 부문의 안정적인 현금 흐름과 더불어, 그간 전사 실적의 걸림돌이었던 공통 및 기타 부문의 손실 폭이 획기적으로 줄어들며 연결 영업이익의 질적 개선이 뚜렷해질 것으로 판단함.

주요 투자 포인트

GS리테일의 가장 큰 경쟁력은 다양한 생활밀착형 사업을 하나의 플랫폼으로 연결할 수 있다는 점임. 전국적인 편의점 네트워크와 슈퍼마켓 물류 인프라는 쿼커머스와 O4O(Online for Offline) 전략의 기반이 되고 있으며, 멤버십과 모바일 서비스를 활용한 고객 데이터 축적은 고객 충성도(Customer Loyalty)를 지속적으로 높이고 있음. PB상품 확대와 AI 기반 상품 운영, 물류 효율화 역시 중장기 수익성 개선 요인임. GS리테일은 생활 플랫폼 구축과 사업 포트폴리오 시너지, 운영 효율성 제고가 동시에 진행되는 구조적 수혜 기업으로 평가함.

투자의견 BUY 유지, 목표주가 37,000원 상향

현재 주가는 실적 회복 속도와 플랫폼 경쟁력을 충분히 반영하지 못하고 있으며, 안정적인 현금창출력과 배당 매력도 여전히 높은 수준임. 향후 주가의 핵심 변수는 1) 편의점 기존점 성장률(SSSG), 2) 슈퍼마켓 수익성 개선, 3) PB상품 및 식품 매출 확대, 4) 쿼커머스와 O4O 전략 성과, 5) 전사적인 비용 효율화와 주주환원 정책이 될 전망이다. GS리테일은 생활 플랫폼 경쟁력을 기반으로 안정적인 기업가치 상승이 가능한 대표적인 종목임.

표 1 GS리테일 연간/분기 실적 추이

(단위: 십억원)

	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26E	3Q26E	4Q26E	2025	2026E	2027E
매출액	2,761	2,974	3,196	3,026	2,855	3,096	3,344	3,162	11,957	12,456	12,891
CVS	2,012	2,226	2,449	2,253	2,086	2,305	2,547	2,343	8,940	9,282	9,512
SM	416	427	459	440	453	468	504	482	1,743	1,908	2,098
홈쇼핑	258	266	248	278	262	268	250	281	1,049	1,061	1,072
공통 및 기타	75	56	41	54	53	54	42	56	226	205	209
개발	9	8	8	9	9	8	9	9	34	35	36
공통/기타	66	48	33	46	44	45	34	47	192	170	174
매출총이익	674	741	763	734	688	785	807	777	2,912	3,058	3,232
영업이익	39	86	114	53	58	93	124	68	293	342	373
CVS	17	59	85	25	21	63	91	27	186	201	213
SM	8	5	9	5	12	6	10	5	27	34	38
홈쇼핑	22	25	12	34	30	27	16	39	93	112	126
공통 및 기타	-9	-3	8	-10	-5	-4	7	-4	-13	-5	-4
개발	0	2	0	-5	0	0	0	0	-3	0	0
공통/기타	-9	-5	8	-5	-5	-4	7	-4	-10	-6	-4
세전이익	12	19	114	-56	59	77	117	29	89	281	311
지배주주순이익	7	15	95	-73	43	51	78	19	43	192	208
수익성 (%)											
GPM	24.4	24.9	23.9	24.2	24.1	25.4	24.1	24.6	24.4	24.6	25.1
OPM	1.4	2.9	3.6	1.8	2.0	3.0	3.7	2.1	2.4	2.7	2.9
CVS	0.9	2.7	3.5	1.1	1.0	2.7	3.6	1.1	2.1	2.2	2.2
SM	1.9	1.3	2.0	1.1	2.7	1.3	2.0	1.1	1.6	1.8	1.8
홈쇼핑	8.7	9.5	4.7	12.1	11.3	10.1	6.5	14.1	8.9	10.6	11.8
공통 및 기타	-11.6	-6.0	19.5	-18.1	-9.0	-6.8	15.9	-6.7	-5.8	-2.7	-2.0
RPM	0.4	0.6	3.6	-1.9	2.1	2.5	3.5	0.9	0.7	2.3	2.4
NPM	0.2	0.5	3.0	-2.4	1.5	1.7	2.3	0.6	0.4	1.5	1.6
성장성 (% YoY)											
매출액	2.2	1.5	5.0	3.5	3.4	4.1	4.6	4.5	2.8	4.2	3.5
CVS	2.2	1.5	6.1	2.5	3.7	3.6	4.0	4.0	3.2	3.8	2.5
SM	9.2	8.3	8.5	7.5	9.0	9.8	9.8	9.5	8.4	9.5	9.9
홈쇼핑	-6.7	-2.7	-1.4	10.5	1.6	1.0	1.0	1.0	-0.3	1.2	1.0
영업이익	-22.3	3.8	34.8	68.2	47.9	7.3	8.6	26.6	22.5	16.8	9.2
CVS	-34.6	-9.1	16.7	-18.7	23.8	6.9	6.4	6.9	-4.4	8.2	5.7
SM	-21.2	-16.9	-33.8	291.7	55.1	13.3	12.3	12.5	-14.0	24.9	13.3
홈쇼핑	-31.7	-7.4	-37.6	18.2	32.6	7.3	39.1	17.1	-13.3	20.9	12.6
세전이익	-79.3	-54.5	흑전	적지	273.9	395.2	2.1	흑전	118.0	215.5	10.4
지배주주순이익	-81.1	-74.4	흑전	적지	539.9	236.4	-17.4	흑전	1,604.9	341.9	8.5
주요 가정											
GDP성장률(실질)	-0.3	0.6	1.9	1.6	3.8	3.2	2.3	2.8	1.2	3.0	2.9
민간소비	0.5	1.0	1.8	2.0	2.7	2.2	2.0	2.4	1.5	2.3	2.3
소비자물가상승률	2.1	2.1	2.0	2.4	2.1	2.8	2.8	2.6	2.2	2.6	2.3
매장수 (개점)											
CVS	18,042	17,974	18,009	18,044	18,109	18,174	18,239	18,304	18,044	18,304	18,524
SM	544	557	570	585	589	603	617	631	585	631	679

 주: 2026년 1분기 이후 매장수는 당사 전망치임.
 자료: GS리테일, 흥국증권 리서치센터

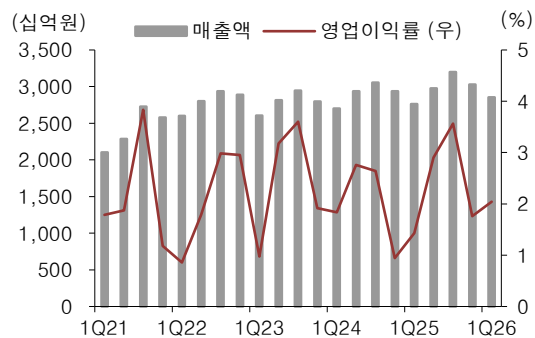
표 2 GS리테일 적정주가가치 산출 근거

(단위: 십억원, 천주, 원, %)

	2026E	2027E	12M Forward	비고
1. 사업가치	2,935	2,885	2,910	
EBITDA	1,041	1,023		
EV/EBITDA	2.8	2.8		최근 3년 평균(4.4배)대비 36% 할인율 적용
2. 투자자산가치	2,003	2,013	2,008	
투자유가증권	461	465		순자산가액 대비 50% 할인 적용
기타투자자산 등	1,542	1,548		순자산가액 대비 50% 할인 적용
3. 기업가치 (=1+2)	4,938	4,898	4,918	
4. 순차입금	1,985	1,662	1,823	
5. 비지배주주지분	-9	-9	-9	
6. 적정시가총액 (=3-4-5)	2,962	3,245	3,103	
발행주식수	83,607	83,607	83,607	
적정주가 (원)	35,422	38,816	37,119	
현재주가	25,700	25,700	25,700	
상승여력 (%)	37.8	51.0	44.4	

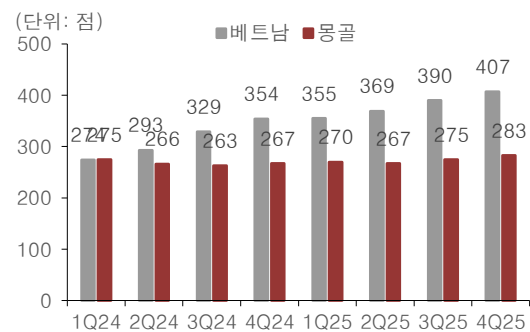
자료: 흥국증권 리서치센터

그림 1 매출액 및 영업이익률 추이



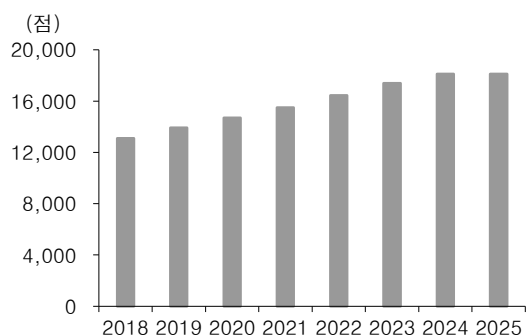
자료: GS리테일, 흥국증권 리서치센터

그림 2 해외 편의점 수 추이



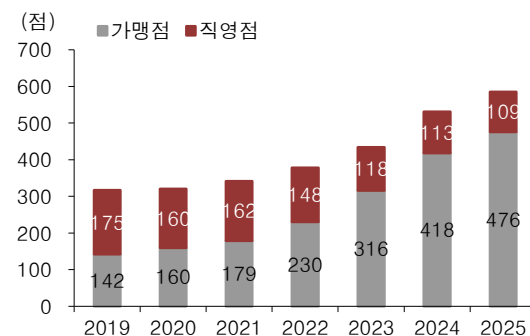
자료: GS리테일, 흥국증권 리서치센터

그림 3 연도별 편의점 운영점 추이



자료: GS리테일, 흥국증권 리서치센터

그림 4 연도별 슈퍼 운영점 추이



자료: GS리테일, 흥국증권 리서치센터

GS리테일(007070) 요약 재무제표

포괄손익계산서

(단위:십억원)

결산기	2024	2025	2026E	2027E	2028E
매출액	11,579	11,957	12,456	12,891	13,332
증가율 (Y-Y, %)	4.0	3.3	4.2	3.5	3.4
영업이익	256	292	342	373	404
증가율 (Y-Y, %)	(12.2)	14.1	17.1	9.2	8.1
EBITDA	1,017	1,027	1,041	1,023	1,025
영업외손익	(215)	(203)	(61)	(63)	(62)
순이자수익	(57)	(55)	(40)	(34)	(33)
외화관련손익	1	(0)	0	0	0
지분법손익	(39)	(100)	(11)	0	0
세전계속사업손익	41	89	281	311	342
당기순이익	10	50	214	239	263
지배기업당기순이익	3	43	192	208	229
증가율 (Y-Y, %)	(85.6)	1,604.9	341.9	8.5	10.0
3 Yr CAGR & Margins					
매출액증가율(3Yr)	6.1	2.7	3.8	3.6	3.7
영업이익증가율(3Yr)	5.3	(6.7)	5.4	13.4	11.4
EBITDA증가율(3Yr)	4.1	(0.9)	0.9	0.2	(0.1)
순이익증가율(3Yr)	(77.0)	1.8	112.9	190.2	73.7
영업이익률(%)	2.2	2.4	2.7	2.9	3.0
EBITDA마진(%)	8.8	8.6	8.4	7.9	7.7
순이익률 (%)	0.1	0.4	1.7	1.9	2.0
NOPLAT	(2)	199	260	288	311
(+) Dep	761	735	699	650	621
(-) 운전자본투자	400	28	69	11	11
(-) Capex	439	230	362	413	427
OpFCF	(80)	675	527	514	494

재무상태표

(단위:십억원)

결산기	2024	2025	2026E	2027E	2028E
유동자산	1,481	1,798	2,237	2,583	2,902
현금성자산	180	402	700	995	1,265
매출채권	760	828	934	967	999
재고자산	307	337	349	361	373
비유동자산	6,100	5,685	5,419	5,241	5,107
투자자산	4,326	4,085	4,006	4,026	4,045
유형자산	1,542	1,429	1,250	1,052	898
무형자산	233	171	163	164	164
자산총계	7,582	7,483	7,656	7,824	8,009
유동부채	1,898	1,996	2,057	2,088	2,119
매입채무	950	1,003	1,059	1,095	1,132
유동성이자부채	795	826	814	806	798
비유동부채	2,502	2,211	2,188	2,170	2,153
비유동이자부채	2,175	1,893	1,871	1,851	1,831
부채총계	4,400	4,207	4,245	4,258	4,272
자본금	84	84	84	84	84
자본잉여금	980	980	980	980	980
이익잉여금	2,714	2,757	2,913	3,067	3,237
자본조정	(570)	(536)	(556)	(556)	(556)
자기주식	(19)	(19)	(19)	(19)	(19)
자본총계	3,182	3,276	3,412	3,566	3,736
투자자본	4,881	4,608	4,475	4,297	4,164
순차입금	2,791	2,317	1,985	1,662	1,364
ROA	0.0	0.6	2.5	2.7	2.9
ROE	0.1	1.3	5.7	6.0	6.3
ROIC	(0.0)	4.2	5.7	6.6	7.3

주요투자지표

(단위:십억원, 원)

결산기	2024	2025	2026E	2027E	2028E
Per share Data					
EPS	30	519	2,297	2,492	2,742
BPS	38,356	39,284	40,913	42,754	44,795
DPS	500	600	650	700	750
Multiples(x, %)					
PER	541.5	38.7	11.2	10.3	9.4
PBR	0.4	0.5	0.6	0.6	0.6
EV/ EBITDA	4.1	3.9	4.0	3.7	3.4
배당수익율	3.0	3.0	2.5	2.7	2.9
PCR	1.2	1.6	2.4	2.5	2.5
PSR	0.1	0.1	0.2	0.2	0.2
재무건전성 (%)					
부채비율	138.3	128.4	124.4	119.4	114.3
Net debt/Equity	87.7	70.7	58.2	46.6	36.5
Net debt/EBITDA	274.4	225.6	190.7	162.3	133.2
유동비율	78.0	90.1	108.8	123.7	136.9
이자보상배율	4.5	5.3	8.5	10.8	12.1
이자비용/매출액	0.9	0.9	0.7	0.7	0.6
자산구조					
투자자본(%)	52.0	50.7	48.7	46.1	43.9
현금+투자자산(%)	48.0	49.3	51.3	53.9	56.1
자본구조					
차입금(%)	48.3	45.4	44.0	42.7	41.3
자기자본(%)	51.7	54.6	56.0	57.3	58.7

주) 재무제표는 연결기준으로 작성

현금흐름표

(단위:십억원)

결산기	2024	2025	2026E	2027E	2028E
영업현금	660	939	779	851	842
당기순이익	10	50	214	239	263
자산상각비	761	735	699	650	621
운전자본증감	(318)	14	(109)	(11)	(11)
매출채권감소(증가)	(30)	(67)	(135)	(32)	(33)
재고자산감소(증가)	2	(35)	(13)	(12)	(12)
매입채무증가(감소)	(212)	46	49	37	37
투자현금	(352)	(78)	(342)	(474)	(489)
단기투자자산감소	24	5	(2)	(2)	(2)
장기투자증권감소	4	(8)	(7)	(7)	(7)
설비투자	(439)	(230)	(362)	(413)	(427)
유무형자산감소	11	9	(21)	(40)	(40)
재무현금	(649)	(659)	(135)	(82)	(86)
차입금증가	(576)	(614)	(135)	(28)	(28)
자본증가	0	0	0	0	0
배당금	(59)	(42)	(50)	(54)	(58)
현금 증감	(338)	201	302	294	267
총현금흐름(Gross CF)	1,151	1,059	912	861	853
(-) 운전자본증가(감소)	400	28	69	11	11
(-) 설비투자	439	230	362	413	427
(+) 자산매각	11	9	(21)	(40)	(40)
Free Cash Flow	323	810	459	398	375
(-) 기타투자	(4)	8	7	7	7
잉여현금	327	802	452	391	368

지주/유통/상사

박종렬

02)6260-2466

jrpark@heungkuksec.co.kr

(453340)

BUY(유지)

종합 푸드솔루션 기업

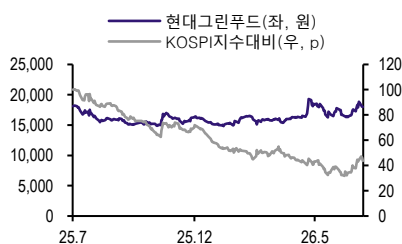
목표주가	25,000원(유지)
현재주가(07/15)	18,030원
상승여력	38.7%
시가총액	585십억원
발행주식수	32,472천주
52주 최고가 / 최저가	19,300 / 14,830원
3개월 일평균거래대금	1십억원
외국인 지분율	15.9%
주요주주	
현대제에프홀딩스 (외 7인)	52.8%
브이아이피자산운용(외 1인)	12.6%
자사주 (외 1인)	1.3%

주가수익률(%)	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	2.6	12.7	20.2	2.6
상대수익률(KOSPI)	17.3	-6.9	-31.6	-124

(단위: 십억원, 원, %, 배)

재무정보	2024	2025	2026E	2027E
매출액	2,270	2,330	2,511	2,646
영업이익	97	107	145	152
EBITDA	141	147	187	193
지배주주순이익	74	87	116	122
EPS	2,185	2,656	3,606	3,801
순차입금	-29	-7	-88	-170
PER	6.6	5.9	5.0	4.7
PBR	0.7	0.7	0.7	0.6
EV/EBITDA	3.3	3.4	2.7	2.2
배당수익률	2.3	4.3	3.9	4.2
ROE	11.4	12.5	15.0	14.1
컨센서스 영업이익	-	-	142	0
컨센서스 EPS	-	-	3,520	0

주가추이



국내 급식시장은 식자재 유통과 케어푸드, 외식, 프리미엄 식품까지 사업영역이 확대되고 있음. 상위 사업자로 시장이 빠르게 재편되면서 현대그린푸드는 구조적인 시장점유율 확대의 수혜를 받을 것임. 소비경기 변화보다 안정적인 B2B 수요를 기반으로 실적 가시성이 높다는 점도 차별화된 강점임.

2026년: 사업 환경 양호, 실적 모멘텀 제고될 전망

2026년 연간 연결기준 매출액 2.5조원(+7.7% YoY), 영업이익 1,455억원(+36.2% YoY)으로 수정 전망함. 단체급식 정상화와 식자재 유통 확대, 고수익 사업 비중 증가를 기반으로 안정적인 성장세를 이어갈 전망임. 신규 급식사업장 확대와 기존 고객 유지율 개선은 외형 성장을 뒷받침하고 있으며, 구매 규모 확대와 물류 효율화는 원가 경쟁력을 지속적으로 높이고 있음. 프리미엄 식자재와 케어푸드, 기업 맞춤형 식음서비스 비중이 확대되면서 영업이익률도 점진적으로 개선될 전망임. 외형 성장보다 사업 포트폴리오 고도화와 운영 효율성이 실적 개선을 이끄는 구조임.

주요 투자 포인트

현대그린푸드의 핵심 경쟁력은 안정적인 B2B 고객 기반과 우수한 식자재 조달 능력임. 대기업과 공공기관, 병원, 교육기관 등 다양한 고객군을 확보하고 있어 경기 변동에 따른 실적 민감도가 상대적으로 낮음. 프리미엄 식품과 케어푸드 시장 성장, 외식 브랜드 확대는 중장기 성장동력으로 작용할 것임. 디지털 기반 발주 시스템과 물류 자동화, AI 수요예측을 통한 운영 효율성 제고도 수익성 개선을 뒷받침할 것임. 현대그린푸드는 시장점유율 확대와 사업 포트폴리오 고도화, 운영 효율성 향상이 동시에 진행되는 대표적인 푸드서비스 기업임.

투자의견 BUY와 목표주가 25,000원 유지

향후 주가의 핵심 변수는 1) 단체급식 신규 수주 확대, 2) 식자재 유통 성장률, 3) 프리미엄 식품 및 케어푸드 비중 확대, 4) 원가를 개선과 운영 효율화, 5) 안정적인 주주환원 정책이 될 전망임. 국내 푸드서비스 산업이 규모의 경제를 갖춘 상위 사업자 중심으로 재편되는 과정에서 현대그린푸드는 기업가치 상승이 기대되는 대표적인 구조적 승자가 될 것임.

표 1 현대그린푸드 적정주가가치 산출 근거

(단위: 십억원, 천주, 원, %)

	2026E	2027E	12M Forward	비고
1. 사업가치	599	574	587	
EBITDA	187	193		
EV/EBITDA	3.2	3.0		최근 3년간 평균치(3.6배) 대비 10% 할인율 적용
2. 투자자산가치	112	117	114	
투자유가증권	0	0		순자산가액 대비 30% 할인 적용
기타투자자산 등	112	117		순자산가액 대비 30% 할인 적용
3. 기업가치 (=1+2)	711	690	701	
4. 순차입금	-88	-170	-129	
5. 비지배주주지분	0	0	0	
6. 적정시가총액 (=3-4-5)	800	860	830	
발행주식수	32,819	32,819	32,819	
적정주가 (원)	24,365	26,210	25,287	
현재주가	18,030	18,030	18,030	
상승여력 (%)	35.1	45.4	40.3	

자료: 흥국증권 리서치센터

표 2 현대그린푸드 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)

	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26E	3Q26E	4Q26E	2025	2026E	2027E
매출액	571	552	617	590	622	603	664	623	2,330	2,511	2,646
푸드서비스	258	271	294	239	277	289	312	254	1,065	1,132	1,198
유통사업	100	61	105	69	106	65	110	73	336	354	371
식재사업	147	153	147	194	157	163	155	205	642	681	718
기타	61	67	61	70	65	71	76	74	258	287	303
연결자회사	17	13	10	16	14	14	10	17	56	55	57
매출 구성비 (%)											
푸드서비스	45.3%	49.0%	47.7%	40.5%	44.6%	48.0%	47.0%	40.7%	45.7%	45.1%	45.3%
유통사업	17.5%	11.1%	17.1%	11.8%	17.0%	10.8%	16.6%	11.7%	14.4%	14.1%	14.0%
식재사업	25.8%	27.7%	23.9%	32.9%	25.3%	27.0%	23.4%	33.0%	27.6%	27.1%	27.1%
기타	10.7%	12.1%	9.8%	11.8%	10.5%	11.9%	11.5%	11.9%	11.1%	11.4%	11.4%
연결자회사	2.9%	2.4%	1.6%	2.8%	2.2%	2.3%	1.5%	2.7%	2.4%	2.2%	2.2%
매출총이익	109	100	124	88	126	112	137	90	420	465	498
영업이익	32	31	45	-1	46	49	47	3	107	146	152
세전이익	34	32	47	-1	48	50	49	5	112	152	159
지배주주순이익	26	23	38	0	36	38	38	4	87	116	122
수익성 (%)											
GPM	19.1	18.0	20.1	14.9	20.2	18.5	20.6	14.5	18.0	18.5	18.8
OPM	5.6	5.6	7.2	-0.1	7.5	8.1	7.1	0.5	4.6	5.8	5.8
RPM	6.0	5.8	7.6	-0.2	7.7	8.3	7.4	0.7	4.8	6.0	6.0
NPM	4.5	4.3	6.1	0.1	5.8	6.4	5.7	0.6	3.7	4.6	4.6
성장성 (% YoY)											
매출액	2.0	1.8	2.6	4.0	8.9	9.2	7.4	5.6	2.6	7.7	5.4
푸드서비스	1.1	2.3	3.8	2.7	6.7	6.8	5.7	6.1	2.8	6.3	5.8
유통사업	1.4	1.7	1.9	1.7	5.6	5.6	4.7	5.0	1.7	5.2	4.8
식재사업	1.4	1.7	1.9	1.7	6.4	6.5	5.4	5.8	1.7	6.0	5.5
영업이익	3.2	-4.9	16.2	적지	44.1	57.6	5.6	흑전	10.4	36.2	4.8
세전이익	4.3	1.1	18.1	적지	39.9	56.4	4.6	흑전	13.4	35.1	4.8
지배주주순이익	6.3	4.5	25.2	흑전	40.3	63.7	1.1	831.0	17.7	33.2	5.4
기본가정											
한국GDP (% YoY)	-0.3	0.6	1.9	1.6	3.8	3.2	2.3	2.8	1.2	3.0	2.9
민간소비 (% YoY)	0.5	1.0	1.8	2.0	2.7	2.2	2.0	2.4	1.5	2.3	2.3
소비자물가 (% YoY)	2.1	2.1	2.0	2.4	2.1	2.8	2.8	2.6	2.2	2.6	2.3

자료: 현대그린푸드, 흥국증권 리서치센터

표 3 현대그린푸드 사업 개요

사업부문	품목	구분	내용
식재사업	식자재	국내/해외	국내외 식자재 수요처(외식업체, 도소매상 등)에 식자재 공급
푸드서비스사업	단체급식	국내	기업, 병원, 기관 등의 구내식당 위탁 운영 및 급식 제공
		해외	UAE, 쿠웨이트, 중국, 멕시코, 사우디, 미국 등 구내식당 위탁 운영 및 급식제공
	인력공급	국내	고객사 업장에 조리인력 공급
유통산업	공산품 및 생식품	국내/해외	유통업체 고객사에 도매 또는 당사 직영 소매판매
기타사업	외식사업 및 소매판매 등	국내	외식: 당사 운영 외식점포를 통한 소매 판매 첨단식품제조: 당사가 보유한 스마트푸드센터를 통한 밀키트 제품 및 케어푸드 제조
		해외	외식: 해외고객 상대로 당사 운영 외식점포를 통한 소매 판매

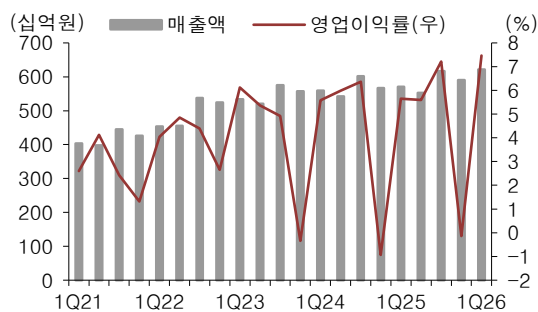
자료: 현대그린푸드, 홍콩증권 리서치센터

표 4 현대그린푸드 재무안정성 지표 추이 및 전망

(십억원, %, 배)	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
총차입금	29	31	48	78	74	70
순차입금	-8	-29	-7	-88	-170	-255
부채비율(%)	40.1%	42.6%	41.1%	41.5%	37.7%	34.6%
차입금의존도 (%)	3.3%	3.2%	4.7%	6.7%	5.9%	5.1%
순차입금의존도 (%)	-0.9%	-3.1%	-0.7%	-7.6%	-13.4%	-18.5%
총차입금/EBITDA (배)	0.3	0.2	0.3	0.4	0.4	0.3
순차입금/EBITDA (배)	-0.1	-0.2	-0.1	-0.5	-0.9	-1.3
단기유동성	0.2	0.3	0.3	0.8	1.1	1.4
당좌비율	115.7%	125.1%	113.4%	135.4%	160.0%	184.5%
유동비율	168.5%	192.6%	187.7%	209.9%	235.7%	261.4%
자기자본비율	71.4%	70.1%	70.9%	70.7%	72.6%	74.3%
현금성자산 (A)	36	60	56	166	244	325
단기성차입금 (B)	12	11	30	58	56	54
A/B (%)	297.6	531.7	187.1	285.6	433.7	600.1
단기성차입금/총차입금 (%)	42.6	36.8	61.6	74.6	75.9	76.9
영업이익	65	97	107	145	152	161
EBITDA	96	141	147	187	193	202
순이자비용	-3	-6	-7	-5	-5	-6
이자보상배율 (영업이익 대비)	-22.4	-17.4	-16.1	-28.8	-28.5	-27.1
이자보상배율 (EBITDA 대비)	-33.0	-25.2	-22.1	-37.0	-36.2	-33.9

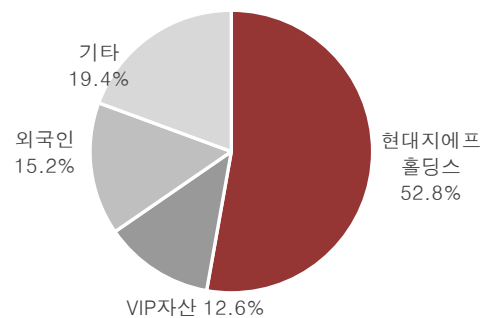
자료: 현대그린푸드, 홍콩증권 리서치센터

그림 1 매출액 및 영업이익률 추이



자료: 현대그린푸드, 홍콩증권 리서치센터

그림 2 현대그린푸드 주주 구성



자료: 현대그린푸드, 홍콩증권 리서치센터

현대그린푸드(453340) 요약 재무제표

포괄손익계산서

(단위:십억원)

결산기	2024	2025	2026E	2027E	2028E
매출액	2,270	2,330	2,511	2,646	2,777
증가율 (Y-Y, %)	24.3	2.6	7.8	5.4	4.9
영업이익	97	107	145	152	161
증가율 (Y-Y, %)	49.1	10.5	36.2	4.8	5.8
EBITDA	141	147	187	193	202
영업외손익	2	6	6	7	7
순이자수익	6	7	5	5	6
외화관련손익	(0)	(0)	0	0	0
지분법손익	0	0	0	0	0
세전계속사업손익	99	112	152	159	168
당기순이익	74	88	116	122	130
지배기업당기순이익	74	87	116	122	130
증가율 (Y-Y, %)	88.5	17.7	33.2	5.4	6.0
3 Yr CAGR & Margins					
매출액증가율(3Yr)	n/a	n/a	11.2	5.2	6.0
영업이익증가율(3Yr)	n/a	n/a	30.9	16.4	14.7
EBITDA증가율(3Yr)	n/a	n/a	25.0	11.2	11.2
순이익증가율(3Yr)	n/a	n/a	43.5	18.0	13.9
영업이익률(%)	4.3	4.6	5.8	5.8	5.8
EBITDA마진(%)	6.2	6.3	7.4	7.3	7.3
순이익률 (%)	3.3	3.8	4.6	4.6	4.7
NOPLAT	73	83	111	117	124
(+) Dep	44	40	41	41	41
(-) 운전자본투자	50	34	20	13	13
(-) Capex	27	31	29	32	33
OpFCF	40	58	104	114	118

재무상태표

(단위:십억원)

결산기	2024	2025	2026E	2027E	2028E
유동자산	475	513	653	754	860
현금성자산	60	56	166	244	325
매출채권	249	254	255	268	282
재고자산	75	82	86	90	94
비유동자산	480	516	505	510	518
투자자산	131	167	160	167	173
유형자산	214	220	215	212	211
무형자산	135	130	130	132	134
자산총계	956	1,030	1,158	1,265	1,378
유동부채	247	273	311	320	329
매입채무	212	210	195	205	216
유동성이자부채	11	30	58	56	54
비유동부채	39	27	28	26	25
비유동이자부채	19	19	20	18	16
부채총계	285	300	340	346	354
자본금	17	17	17	17	17
자본잉여금	577	576	576	576	576
이익잉여금	73	129	217	317	423
자본조정	3	7	8	8	8
자기주식	(7)	(5)	(2)	(2)	(2)
자본총계	670	730	818	918	1,024
투하자본	641	722	730	748	769
순차입금	(29)	(7)	(88)	(170)	(255)
ROA	8.1	8.8	10.6	10.1	9.8
ROE	11.4	12.5	15.0	14.1	13.4
ROIC	11.5	12.2	15.3	15.9	16.4

주요투자지표

(단위:십억원, 원)

결산기	2024	2025	2026E	2027E	2028E
Per share Data					
EPS	2,185	2,656	3,606	3,801	4,029
BPS	19,778	22,228	25,178	28,250	31,498
DPS	335	676	700	750	800
Multiples(x, %)					
PER	6.6	5.9	5.0	4.7	4.5
PBR	0.7	0.7	0.7	0.6	0.6
EV/ EBITDA	3.3	3.4	2.7	2.2	1.6
배당수익률	2.3	4.3	3.9	4.2	4.4
PCR	2.8	2.9	3.4	3.6	3.4
PSR	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2
재무건전성 (%)					
부채비율	42.6	41.1	41.5	37.7	34.6
Net debt/Equity	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
Net debt/EBITDA	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
유동비율	192.6	187.7	209.9	235.7	261.4
이자보상배율	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
이자비용/매출액	0.1	0.1	0.2	0.2	0.1
자산구조					
투하자본(%)	77.1	76.4	69.1	64.6	60.7
현금+투자자산(%)	22.9	23.6	30.9	35.4	39.3
자본구조					
차입금(%)	4.4	6.2	8.7	7.5	6.4
자기자본(%)	95.6	93.8	91.3	92.5	93.6

주) 재무제표는 연결기준으로 작성

현금흐름표

(단위:십억원)

결산기	2024	2025	2026E	2027E	2028E
영업현금	132	82	157	150	157
당기순이익	74	88	116	122	130
자산상각비	44	40	41	41	41
운전자본증감	(24)	(71)	(8)	(13)	(13)
매출채권감소(증가)	(11)	(15)	1	(13)	(13)
재고자산감소(증가)	2	(8)	(3)	(4)	(4)
매입채무증가(감소)	6	(1)	22	10	10
투자현금	(85)	(59)	(61)	(47)	(48)
단기투자자산감소	(50)	(29)	(20)	(0)	(0)
장기투자증권감소	0	0	(0)	(0)	(0)
설비투자	(27)	(31)	(29)	(32)	(33)
유무형자산감소	1	1	(6)	(8)	(8)
재무현금	(26)	(29)	13	(27)	(28)
차입금증가	(8)	6	25	(4)	(4)
자본증가	0	0	0	0	0
배당금지급	(11)	(21)	(32)	(23)	(24)
현금 증감	22	(5)	110	77	81
총현금흐름(Gross CF)	173	177	170	163	170
(-) 운전자본증가(감소)	50	34	20	13	13
(-) 설비투자	27	31	29	32	33
(+) 자산매각	1	1	(6)	(8)	(8)
Free Cash Flow	97	113	116	111	116
(-) 기타투자	0	0	0	0	0
잉여현금	97	113	116	111	116

지주/유통/상사

박종렬

02)6260-2466

jrpark@heungkuksec.co.kr

(020000)

한섬

BUY(유지)

프리미엄 브랜드 경쟁력

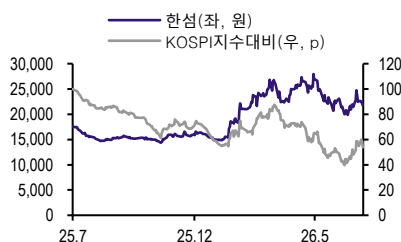
목표주가	33,000원(유지)
현재주가(07/15)	21,700원
상승여력	52.1%
시가총액	466십억원
발행주식수	21,477천주
52주 최고가 / 최저가	27,950 / 14,350원
3개월 일평균거래대금	3십억원
외국인 지분율	24.0%
주요주주	
현대홈쇼핑 (외 1인)	42.3%
국민연금공단 (외 1인)	10.1%
베어링자산운용 (외 3인)	8.0%

주가수익률(%)	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	-6.1	-9.2	45.2	21.6
상대수익률(KOSPI)	8.7	-28.8	-6.7	-104

(단위: 십억원, 원, %, 배)

재무정보	2024	2025	2026E	2027E
매출액	1,485	1,492	1,608	1,708
영업이익	63	52	99	116
EBITDA	135	122	167	186
지배주주순이익	45	46	80	95
EPS	1,908	2,061	3,570	4,245
순차입금	-9	0	-13	-44
PER	7.7	7.8	6.1	5.1
PBR	0.2	0.2	0.3	0.3
EV/EBITDA	2.5	2.9	2.7	2.3
배당수익률	5.1	4.7	3.7	3.9
ROE	3.2	3.3	5.5	6.2
컨센서스 영업이익	-	-	103	0
컨센서스 EPS	-	-	3,825	0

주가추이



한섬은 TIME, SYSTEM, MINE 등 국내 대표 프리미엄 브랜드와 해외 럭셔리 브랜드 포트폴리오를 기반으로 안정적인 고객층을 확보하고 있으며, 브랜드 경쟁력이 기업가치를 결정하는 시장 환경에서 구조적인 경쟁우위를 유지할 것으로 판단함.

2026년: 브랜드 경쟁력 중심의 질적 성장

2026년 연간 매출액 1.6조원(+7.8% YoY), 영업이익 993억원(+90.2% YoY)으로 수정 전망함. 2026년 연결 실적은 소비 회복보다는 브랜드 경쟁력과 수익성 개선이 실적을 견인할 전망이다. 프리미엄 브랜드 판매 비중 확대와 상품 믹스 개선은 객단가 상승으로 이어지고 있으며, 재고 운영 효율화와 할인 판매 축소는 수익성 개선에 긍정적으로 작용할 것임. 온라인 채널과 자사몰 경쟁력 강화, VIP 고객 관리 확대는 안정적인 매출 기반을 제공할 것임. 외형 성장보다 브랜드 가치 제고와 영업이익률 개선이 기업가치 상승의 핵심 요인이 될 전망이다.

주요 투자 포인트

한섬의 가장 큰 경쟁력은 강력한 브랜드 포트폴리오와 우수한 고객 충성도임. 프리미엄 브랜드는 가격 경쟁보다 브랜드 가치와 디자인 경쟁력이 소비를 결정하며, 소비 양극화가 심화될수록 경쟁우위는 더욱 확대될 것임. 현대백화점과의 유통 시너지, 온라인 채널 강화, 글로벌 브랜드 확대 역시 중장기 성장동력으로 작용할 전망이다. AI 기반 수요예측과 재고관리 고도화는 할인 판매를 줄이고 재고자산 회전율을 개선하며 수익성을 높일 것임. 한섬은 브랜드 경쟁력과 고객 충성도, 운영 효율성이 동시에 강화되는 국내 대표 프리미엄 패션기업으로 평가함.

투자의견 BUY, 목표주가 33,000원 유지

향후 주가의 핵심 변수는 1) 프리미엄 브랜드 매출 성장률, 2) 온라인 판매 비중 확대, 3) 영업이익률 개선, 4) 재고 효율화 성과, 5) 해외 브랜드 사업 확대가 될 전망이다. 소비가 브랜드 중심으로 집중되는 시장 환경에서 한섬은 차별화된 브랜드 경쟁력을 기반으로 안정적인 이익 성장과 기업가치 재평가가 가능한 대표적인 프리미엄 소비 수혜주로 판단함.

표 1 한섬 적정주가가치 산출 근거

(단위: 십억원, 천주, 원, %)

	2026E	2027E	12M Forward	비고
1. 사업가치	523	581	552	
EBITDA	167	186		
EV/EBITDA	3.1	3.1		2019~2022년 평균치(3.1배) 적용
2. 투자자산가치	159	161	160	
투자유가증권	6	6		순자산가액 대비 30% 할인 적용
기타투자자산 등	154	155		순자산가액 대비 30% 할인 적용
3. 기업가치 (=1+2)	683	742	712	
4. 순차입금	-13	-44	-29	
5. 비지배주주지분	0	0	0	
6. 적정시가총액 (=3-4-5)	696	786	741	
발행주식수	22,438	22,438	22,438	
적정주가 (원)	31,015	35,041	33,028	
현재주가	21,700	21,700	21,700	
상승여력 (%)	42.9	61.5	52.2	

자료: 흥국증권 리서치센터

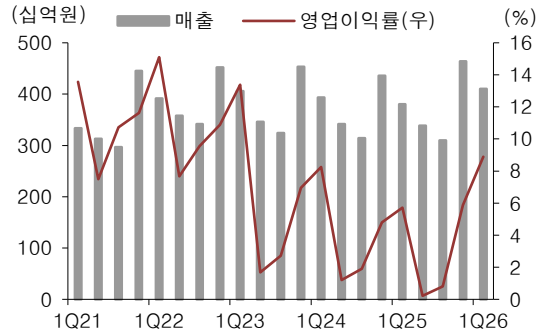
표 2 한섬 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)

	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26E	3Q26E	4Q26E	2025	2026E	2027E
매출액	380	338	310	464	410	363.5	335	499	1,492	1,608	1,708
제품	280	236	217	345	304	254	235	370	1,078	1,162	1,233
상품	97	99	90	116	104	107	98	125	402	434	463
수수료	3	3	2	3	3	3	2	3	12	11	12
매출 구성비 (%)											
제품	73.6%	69.9%	70.2%	74.3%	74.0%	69.8%	70.1%	74.2%	72.3%	72.3%	72.2%
상품	25.6%	29.2%	29.1%	25.0%	25.4%	29.3%	29.2%	25.1%	27.0%	27.0%	27.1%
수수료	0.8%	0.9%	0.7%	0.7%	0.6%	0.9%	0.7%	0.7%	0.8%	0.7%	0.7%
매출총이익	224	185	178	254	243	207	202	281	840	934	1,007
영업이익	22	1	3	27	37	11	13	39	52	99	116
세전이익	22	3	4	27	36	12	17	39	56	103	122
지배주주순이익	18	2	2	24	27	9	13	30	46	80	95
수익성 (%)											
GPM	58.8	54.7	57.5	54.7	59.3	57.1	60.3	56.4	56.3	58.1	59.0
OPM	5.7	0.2	0.8	5.9	8.9	2.9	4.0	7.8	3.5	6.2	6.8
RPM	5.7	0.9	1.3	5.7	8.7	3.2	5.1	7.8	3.7	6.4	7.1
NPM	4.8	0.7	0.6	5.1	6.7	2.5	4.0	6.1	3.1	5.0	5.6
성장성 (% YoY)											
매출액	-3.4	-1.0	-1.5	6.4	7.9	7.5	8.1	7.7	0.4	7.8	6.2
제품	-7.4	-3.3	6.9	3.1	8.5	7.3	7.9	7.5	-0.5	7.8	6.1
상품	10.4	5.0	-16.9	18.3	7.0	8.1	8.7	8.2	3.5	8.0	6.7
수수료	-3.2	-8.8	-12.0	-10.8	-16.7	4.0	4.0	3.7	-8.7	-1.4	3.2
영업이익	-33.0	-81.8	-58.5	30.4	67.8	1,332.2	433.6	42.4	-17.7	90.2	17.2
세전이익	-27.8	21.4	-42.4	57.5	64.5	267.6	315.6	46.7	-2.1	86.0	18.0
지배주주순이익	-24.5	3.5	-63.2	81.5	49.0	267.4	631.0	28.8	3.6	73.2	18.9
기본가정											
한국GDP (% YoY)	0.2	0.7	2.1	1.6	3.8	3.2	2.3	2.8	1.2	3.0	2.9
민간소비 (% YoY)	0.5	1.0	2.0	2.4	2.7	2.2	2.0	2.4	1.5	2.3	2.3
소비자물가 (% YoY)	2.1	2.1	2.0	2.4	2.1	2.8	2.8	2.6	2.2	2.6	2.3

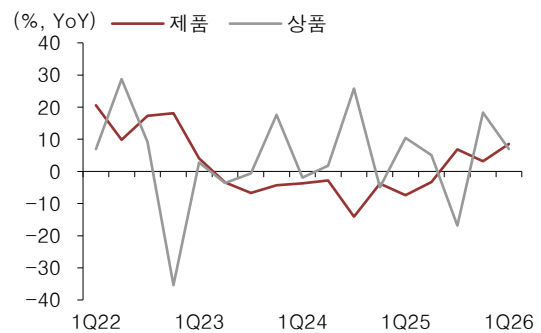
자료: 한섬, 흥국증권 리서치센터

그림 1 매출액 및 영업이익률 추이



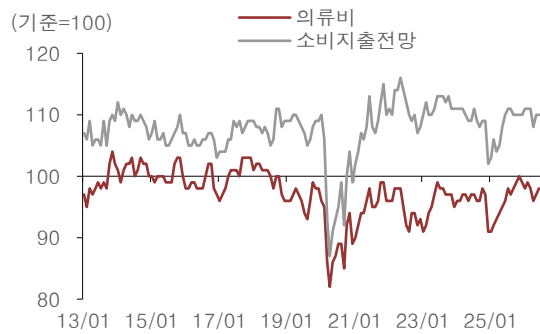
자료: 한섬, 흥국증권 리서치센터

그림 2 부문별 매출 성장률



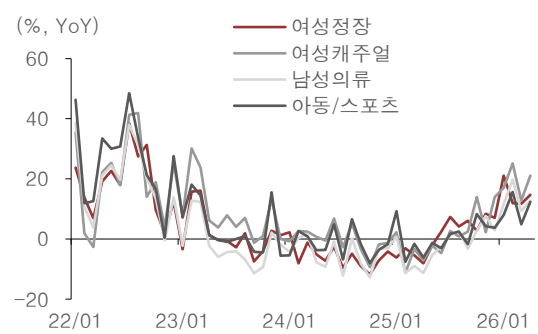
자료: 한섬, 흥국증권 리서치센터

그림 3 의류비에 대한 지출 전망, 다소 둔화 됐지만



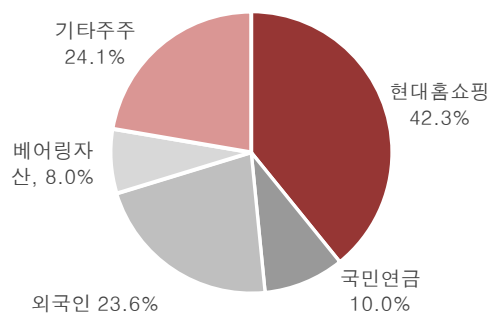
자료: 국가데이터처, 흥국증권 리서치센터

그림 4 백화점 패션 상품군별 증감률, 뚜렷한 회복세



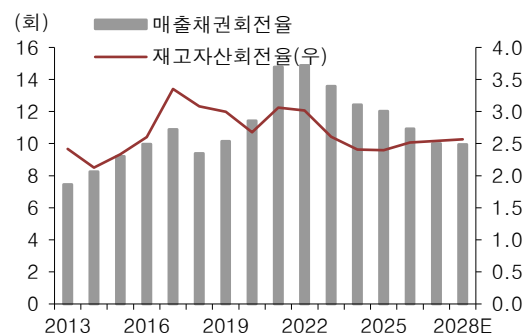
자료: 산업통산자원부, 흥국증권 리서치센터

그림 5 한섬 주주구성



자료: 한섬, 흥국증권 리서치센터

그림 6 매출채권 및 재고자산 회전을 추이



자료: 한섬, 흥국증권 리서치센터

한섬(020000) 요약 재무제표

포괄손익계산서

(단위:십억원)

결산기	2024	2025	2026E	2027E	2028E
매출액	1,485	1,492	1,608	1,708	1,794
증가율 (Y-Y, %)	(2.8)	0.4	7.8	6.2	5.0
영업이익	63	52	99	116	130
증가율 (Y-Y, %)	(36.8)	(17.8)	90.4	17.1	11.7
EBITDA	135	122	167	186	201
영업외손익	(7)	3	4	6	6
순이자수익	(3)	(2)	(0)	(1)	(0)
외화관련손익	(6)	(1)	(1)	0	0
지분법손익	0	0	0	0	0
세전계속사업손익	57	56	103	122	136
당기순이익	43	46	80	95	106
지배기업당기순이익	45	46	80	95	106
증가율 (Y-Y, %)	(46.8)	3.6	73.2	18.9	11.3
3 Yr CAGR & Margins					
매출액증가율(3Yr)	2.3	(1.1)	1.7	4.8	6.3
영업이익증가율(3Yr)	(25.3)	(32.3)	(0.4)	22.4	35.5
EBITDA증가율(3Yr)	(13.0)	(18.6)	(0.1)	11.3	18.1
순이익증가율(3Yr)	(27.0)	(27.4)	(0.4)	30.0	31.8
영업이익률(%)	4.3	3.5	6.2	6.8	7.2
EBITDA마진(%)	9.1	8.2	10.4	10.9	11.2
순이익률 (%)	2.9	3.1	5.0	5.6	5.9
NOPLAT	48	43	77	91	101
(+) Dep	71	70	68	69	72
(-) 운전자본투자	16	(31)	37	26	19
(-) Capex	54	79	59	60	63
OpFCF	50	65	49	74	91

재무상태표

(단위:십억원)

결산기	2024	2025	2026E	2027E	2028E
유동자산	840	819	892	961	1,037
현금성자산	21	26	23	50	95
매출채권	119	129	165	176	185
재고자산	624	620	657	686	709
비유동자산	907	916	924	945	966
투자자산	228	233	228	230	232
유형자산	583	616	626	640	655
무형자산	96	68	71	75	79
자산총계	1,746	1,735	1,817	1,906	2,003
유동부채	265	250	266	279	292
매입채무	159	166	196	208	219
유동성이자부채	58	38	12	11	11
비유동부채	75	48	60	58	56
비유동이자부채	29	32	45	43	41
부채총계	340	298	325	337	348
자본금	12	12	12	12	12
자본잉여금	122	122	122	122	122
이익잉여금	1,310	1,330	1,394	1,471	1,558
자본조정	(38)	(27)	(37)	(37)	(37)
자기주식	(19)	(10)	(10)	(10)	(10)
자본총계	1,406	1,437	1,491	1,569	1,656
투하자본	1,465	1,472	1,518	1,564	1,604
순차입금	(9)	0	(13)	(44)	(92)
ROA	2.6	2.7	4.5	5.1	5.4
ROE	3.2	3.3	5.5	6.2	6.6
ROIC	3.4	3.0	5.1	5.9	6.4

주요투자지표

(단위:십억원, 원)

결산기	2024	2025	2026E	2027E	2028E
Per share Data					
EPS	1,908	2,061	3,570	4,245	4,723
BPS	60,094	64,048	66,469	69,914	73,787
DPS	750	750	800	850	900
Multiples(x, %)					
PER	7.7	7.8	6.1	5.1	4.6
PBR	0.2	0.2	0.3	0.3	0.3
EV/ EBITDA	2.5	2.9	2.7	2.3	1.9
배당수익률	5.1	4.7	3.7	3.9	4.1
PCR	2.6	2.7	3.3	3.0	2.7
PSR	0.2	0.2	0.3	0.3	0.3
재무건전성 (%)					
부채비율	24.2	20.7	21.8	21.5	21.0
Net debt/Equity	n/a	0.0	n/a	n/a	n/a
Net debt/EBITDA	n/a	0.1	n/a	n/a	n/a
유동비율	316.4	327.2	336.0	344.1	355.1
이자보상배율	18.3	26.3	669.9	189.5	273.2
이자비용/매출액	0.4	0.3	0.2	0.2	0.2
자산구조					
투하자본(%)	85.5	85.0	85.8	84.8	83.1
현금+투자자산(%)	14.5	15.0	14.2	15.2	16.9
자본구조					
차입금(%)	5.8	4.6	3.7	3.4	3.1
자기자본(%)	94.2	95.4	96.3	96.6	96.9

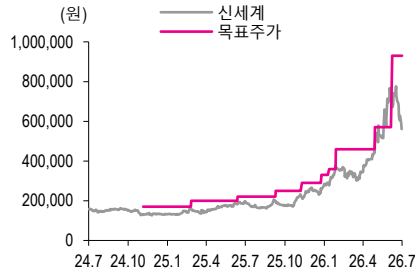
주) 재무제표는 연결기준으로 작성

현금흐름표

(단위:십억원)

결산기	2024	2025	2026E	2027E	2028E
영업현금	102	116	98	138	159
당기순이익	43	46	80	95	106
자산상각비	71	70	68	69	72
운전자본증감	(25)	(13)	(50)	(26)	(19)
매출채권감소(증가)	1	(6)	(43)	(10)	(9)
재고자산감소(증가)	(20)	(10)	(37)	(30)	(22)
매입채무증감(감소)	0	2	38	12	10
투자현금	(65)	(63)	(88)	(90)	(93)
단기투자자산감소	(0)	25	(0)	(0)	(0)
장기투자증권감소	0	0	(0)	(0)	(0)
설비투자	(54)	(79)	(59)	(60)	(63)
유무형자산감소	(28)	(23)	(28)	(28)	(28)
재무현금	(38)	(51)	(14)	(21)	(21)
차입금증가	(6)	(35)	(15)	(3)	(2)
자본증가	0	0	0	0	0
배당금지급	(16)	(16)	(16)	(18)	(19)
현금 증감	(1)	3	(4)	27	45
총현금흐름(Gross CF)	132	133	149	164	178
(-) 운전자본증가(감소)	16	(31)	37	26	19
(-) 설비투자	54	79	59	60	63
(+) 자산매각	(28)	(23)	(28)	(28)	(28)
Free Cash Flow	34	62	26	51	68
(-) 기타투자	0	0	0	0	0
잉여현금	34	62	26	50	68

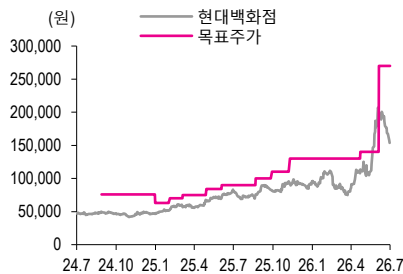
신세계 - 주가 및 당사 목표주가 변경



최근 2년간 당사 투자 의견 및 목표주가 변경

날짜	투자의견	적정가액(원)	평균주가 과리율(%)	최고(최저)주가 과리율(%)
2022-05-19	담당자변경			
2024-11-19	Buy	170,000	(22.2)	(18.7)
2025-03-11	Buy	200,000	(19.7)	(6.4)
2025-09-24	Buy	250,000	(23.9)	(7.0)
2026-01-08	Buy	330,000	(16.0)	(12.1)
2026-01-26	Buy	360,000	(11.3)	4.6
2026-02-11	Buy	460,000	(22.4)	(3.2)
2026-05-13	Buy	570,000	5.4	34.6
2026-06-22	Buy	930,000	(26.4)	(16.6)
2026-07-20	Buy	930,000		

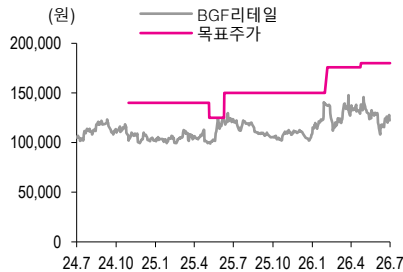
현대백화점 - 주가 및 당사 목표주가 변경



최근 2년간 당사 투자 의견 및 목표주가 변경

날짜	투자의견	적정가액(원)	평균주가 과리율(%)	최고(최저)주가 과리율(%)
2022-05-19	담당자변경			
2024-09-11	Buy	76,000	(38.9)	(34.5)
2025-05-13	Buy	84,000	(17.4)	(13.8)
2025-06-18	Buy	90,000	(17.0)	(7.4)
2025-09-05	Buy	100,000	(15.8)	(10.3)
2025-10-13	Buy	110,000	(22.0)	(13.1)
2025-11-24	Buy	130,000	(28.6)	(12.9)
2026-05-07	NR	140,000	(2.6)	47.9
2026-06-19	Buy	270,000	(32.5)	(25.7)
2026-07-20	Buy	270,000		

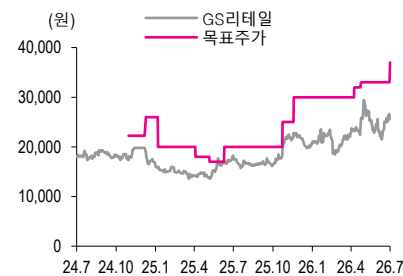
BGF리테일 - 주가 및 당사 목표주가 변경



최근 2년간 당사 투자 의견 및 목표주가 변경

날짜	투자의견	적정가액(원)	평균주가 과리율(%)	최고(최저)주가 과리율(%)
2022-05-19	담당자변경			
2024-11-13	Buy	140,000	(25.2)	(19.4)
2025-05-20	Buy	125,000	(11.1)	
2025-06-24	Buy	150,000	(24.4)	(6.2)
2026-02-19	Buy	176,000	(26.5)	(16.0)
2026-05-08	Buy	180,000	(30.0)	(18.9)
2026-07-20	Buy	180,000		

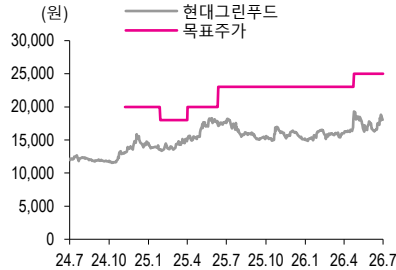
GS리테일 - 주가 및 당사 목표주가 변경



최근 2년간 당사 투자 의견 및 목표주가 변경

날짜	투자의견	적정가액(원)	평균주가 과리율(%)	최고(최저)주가 과리율(%)
2022-05-19	담당자변경			
2024-11-13	Buy	22,238	(17.3)	(11.0)
2025-01-21	Buy	20,000	(25.5)	(20.0)
2025-05-21	Buy	17,000	(7.2)	3.8
2025-06-24	Buy	20,000	(15.6)	(7.6)
2025-11-07	Buy	25,000	(13.2)	(9.6)
2025-12-03	Buy	30,000	(28.8)	(21.0)
2026-04-23	Buy	32,000	(27.0)	(25.0)
2026-05-08	Buy	33,000	(24.2)	(10.8)
2026-07-20	Buy	37,000		

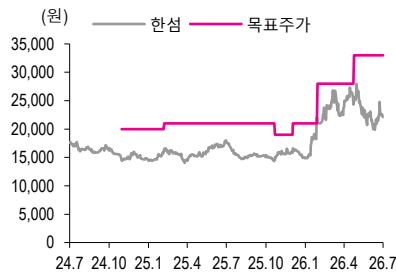
현대그린푸드 - 주가 및 당사 목표주가 변경



최근 2년간 당사 투자 의견 및 목표주가 변경

날짜	투자 의견	적정가액(원)	평균주가 괴리율(%)	최고(최저)주가 괴리율(%)
2023-09-14	담당자 변경			
2024-11-21	Buy	20,000	(29.1)	(20.6)
2025-02-11	Buy	18,000	(21.4)	(15.8)
2025-04-16	Buy	20,000	(16.6)	(8.6)
2025-06-26	Buy	23,000	(30.3)	(20.9)
2026-05-08	Buy	25,000	(30.1)	(22.8)
2026-07-20	Buy	25,000		

한섬 - 주가 및 당사 목표주가 변경



최근 2년간 당사 투자 의견 및 목표주가 변경

날짜	투자 의견	적정가액(원)	평균주가 괴리율(%)	최고(최저)주가 괴리율(%)
2023-09-12	담당자 변경			
2024-11-13	Buy	20,000	(24.9)	(20.1)
2025-02-20	Buy	21,000	(25.1)	(14.4)
2025-11-05	Buy	19,000	(17.3)	(13.0)
2025-12-17	Buy	21,000	(21.4)	5.5
2026-02-12	Buy	28,000	(14.1)	(2.5)
2026-05-08	Buy	33,000	(30.4)	(15.3)
2026-07-20	Buy	33,000		

투자 의견(향후 12개월 기준)

기업	Buy(매수): 15% 이상 Hold(중립): -15% ~ 15% Sell(매도): -15% 이하	산업	OVERWEIGHT (비중확대): 향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 5% 이상 상승 예상 NEUTRAL (중립): 향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률과 유사한 수준(± 5%) 예상 UNDERWEIGHT (비중축소): 향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 5% 이상 하락 예상
----	--	----	---

최근 1년간 조사분석자료의 투자등급 비율 (2026년 06월 30일 기준)

Buy (96.6%)	Hold (3.4%)	Sell (0.0%)
-------------	-------------	-------------

Compliance Notice

- 당사는 보고서 제공시점 현재 상기 종목을 1% 이상 보유하고 있지 않으며, 동 보고서를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 조사분석 담당자 및 그 배우자 등 관련자는 상기 종목의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 보고서 제공시점 기준으로 지난 6개월간 상기 종목의 유가증권 발행에 주간사로 참여한 사실이 없습니다.
- 본 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

본 보고서는 당사 고객들의 투자에 관한 정보를 제공할 목적으로 당사 고객에게 한하여 배포되는 자료입니다. 본 보고서의 내용은 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사가 그 신뢰성이나 완전성을 보증하는 것이 아닙니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 보고서가 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 또한 본 보고서의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 동의없이 무단 복제, 대여, 전송, 변형 및 배포 될 수 없습니다.

흥국씨앳체

흥국씨앳체는 흥국의 기업철학 모티브를 반영한 글씨체로서, 세계 3대 디자인상인 독일 '2015 if 디자인 어워드'에서 커뮤니케이션 분야 브랜드 아이덴티티 부문 본상을 수상하였습니다. 친근하고 희망적인 느낌의 흥국씨앳체는 고객존중과 으뜸을 지향하는 흥국의 아이덴티티를 부각시킵니다.



이 페이지는 편집상 공백입니다.

Profile



<http://www.heungkuksec.co.kr>

□ 주소 서울시 영등포구 국제금융로 2길 32(여의도파이낸스타워 6층)
□ 전화번호 영업부 대표 02)6742-3635
□ 팩스 영업부 대표 02)739-6286