

2026 하반기전망

유통/의류 (Positive)

어찌다보니 또 백화점만 길게 쓴 유통/의류 하반기 전망

| Contents |

I. 핵심 요약.....	03
II. 주요 지표.....	04
III. 26년 상반기 Review.....	08
1. 유통업종 상반기 Review.....	08
2. 의류업종 상반기 Review.....	10
IV. 유통업종 하반기 전망.....	11
1. 백화점 - 구조적 성장 지속.....	11
2. 대형마트 - 홈플러스 구조조정 반사이익 본격화.....	27
3. 편의점 - 질적 성장세로 인한 영업레버리지 지속.....	32
4. 면세점 - 관건은 외형 성장.....	35
V. 의류업종 하반기 전망.....	36
VI. 투자전략.....	38
VII. 기업분석.....	41
롯데쇼핑 (023530).....	42

I. 핵심 요약

유통업종 > 의류업종
 업종별 최선호주 : 롯데쇼핑,
 미스토홀딩스

2H26에도 유통/의류업종에 대해 Positive 의견을 유지한다. 업종별 상대적 선호도는 유통업종 > 의류업종이다. 업종별 최선호주는 유통업종 롯데쇼핑, 의류업종 미스토홀딩스이다.

백화점 중심 강세
 하반기에도 지속

상반기 유통업종은 백화점을 중심으로 강세를 보였는데, 그 흐름이 하반기에도 이어질 것으로 전망한다. 내수 소비와 인바운드 양쪽 고리에서 모두 구조적 성장을 이뤄내고 있는 백화점을 중심으로 포트폴리오를 구축할 것을 추천한다.

1Q26 백화점의 기존점성장률에서 외국인의 성장률 기여분은 3%p 내외로 추산하는데, 하반기에는 외국인 매출 비중이 두 자릿 수를 상회하면, 기여분은 HSD%p로 확대될 전망이다. 우리나라 백화점의 외국인 매출 비중은 백화점에 편중되어있는 우리나라의 특징적인 럭셔리 유통 구조상 중장기적으로 일본 백화점의 외국인 매출 비중을 넘어설 수 있을 것으로 전망한다. 내수 소비 강세도 지속되겠다. 최근 영업이익의 N% 성과급은 기업 실적과 소득을 강하게 연결한다. 기업 실적 전망치가 우상향하는 한 소득이 주도하는 내수 소비 강세는 지속될 것이다.

편의점 영업레버리지 기대
 대형마트/면세점 외형 성장
 확인 필요

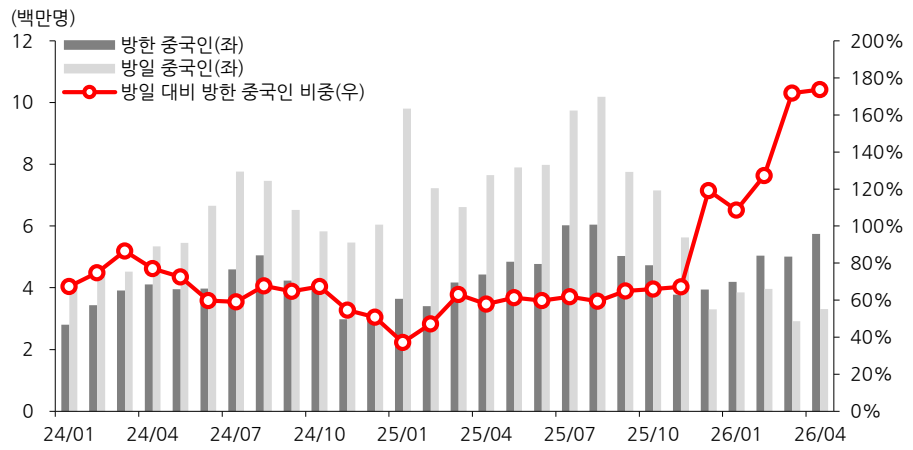
편의점의 질적 성장 효과는 지난해 하반기부터 실적으로 증명되고 있다. 편의점 업계 전반이 양적 성장에서 질적 성장 기조로 전환되면서 영업 레버리지 효과는 지속될 것으로 전망되며, 하위권 사업자, 자영업자의 구조조정 흐름도 이어지겠다. 대형마트와 면세점 업태는 외형성장을 보여줄 필요가 있다. 대형마트는 홈플러스 구조조정 효과의 반사이익이 숫자로 확인될 필요가 있는 시점이며, 수익성 개선을 보여준 면세점은 추가 실적 전망치 상향을 위해선 인바운드 관광객 성장이 외형 성장으로 연결될 수 있는 지를 시장에 확인시켜줄 필요가 있겠다.

의류업종, 내수 소비 회복에
 더해 중국 소비
 턴어라운드 주목

하반기 의류업종은 내수 소비 강세에 더불어 중국 소비 턴어라운드에 주목할 필요가 있겠다. 영원무역, F&F, 미스토홀딩스 등 상반기 소외된 패션기업들은 중국 소비의 방향성이 중요하기 때문이다. 실제 장기간 부진했던 중국의 소비자심리지수는 바닥을 통과하고 있는 상황이며, 최근 나타나고 있는 위안화의 강세는 중국인들의 구매력 상승을 자극하고 있다. 여기에 중국 정부는 이구환신으로 대표되는 내구재 소비 부양 정책에서 외부활동을 유도하며 자연스럽게 의류 소비와 외식 소비 등 준내구재/비내구재 소비가 늘어날 수 있는 정책으로 전환하고 있는 상황이다.

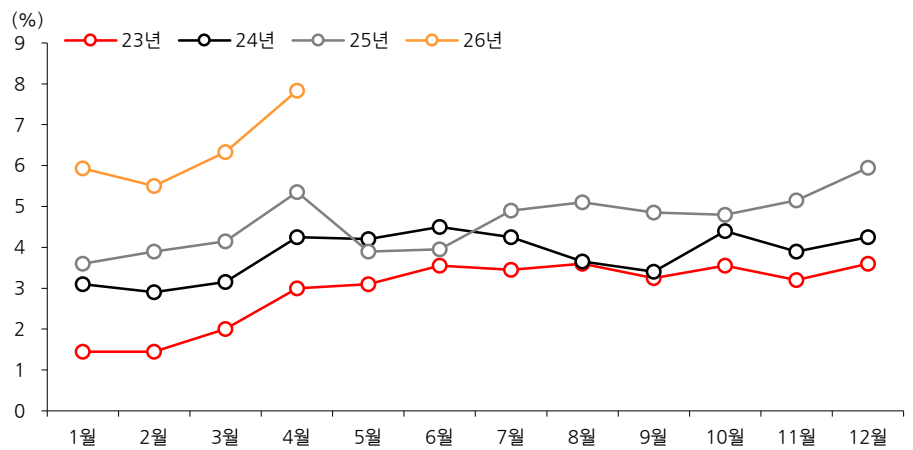
II. 주요 도표

[그림1] 방한 중국인 vs 방일 중국인



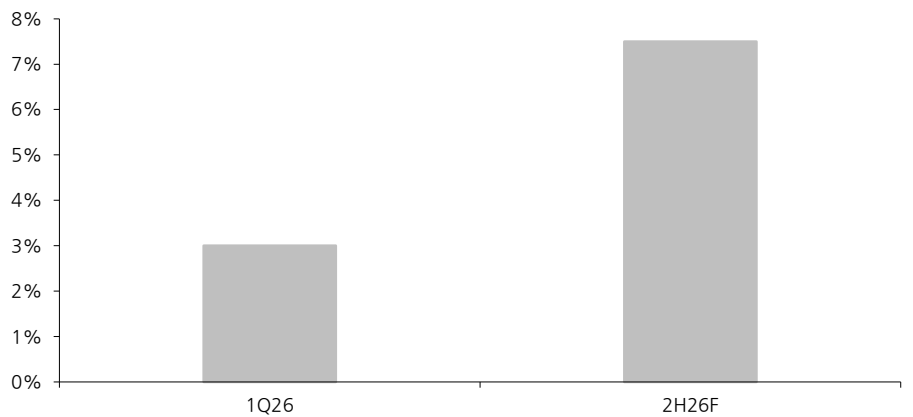
자료: 관광지식정보시스템, JNTO, 한화투자증권 리서치센터

[그림2] 백화점 업종 평균 외국인 매출 비중 추이



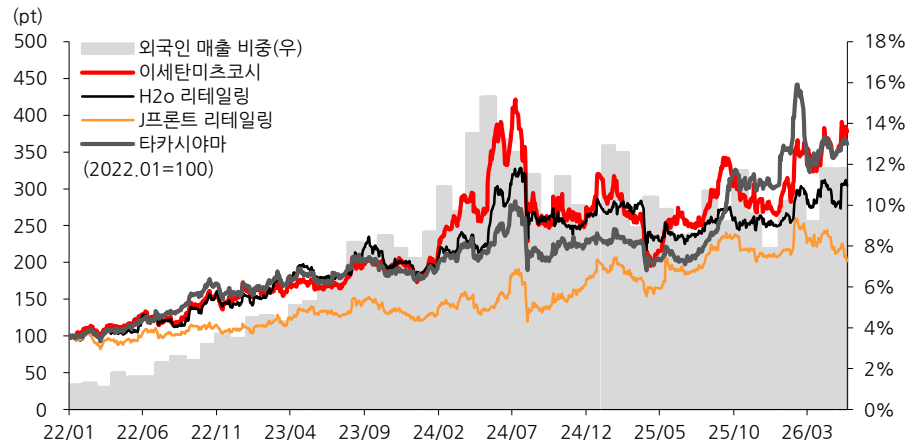
자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림3] 1Q26 외국인의 기준점성장 기여도



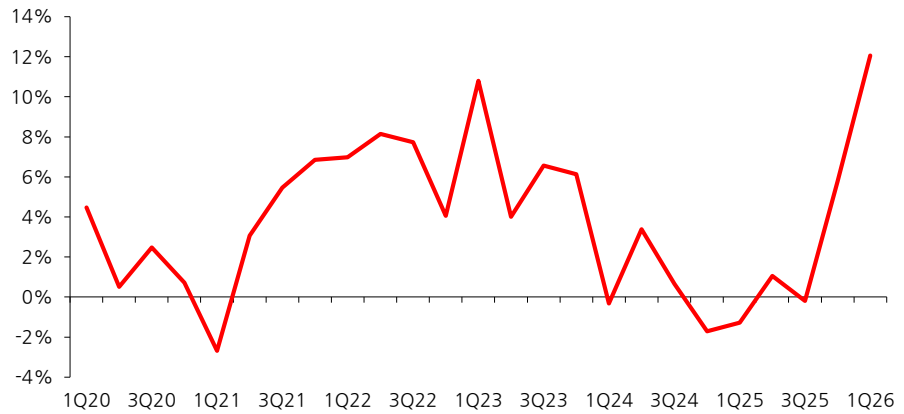
자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림4] 일본 백화점 외국인 매출 비중과 주가



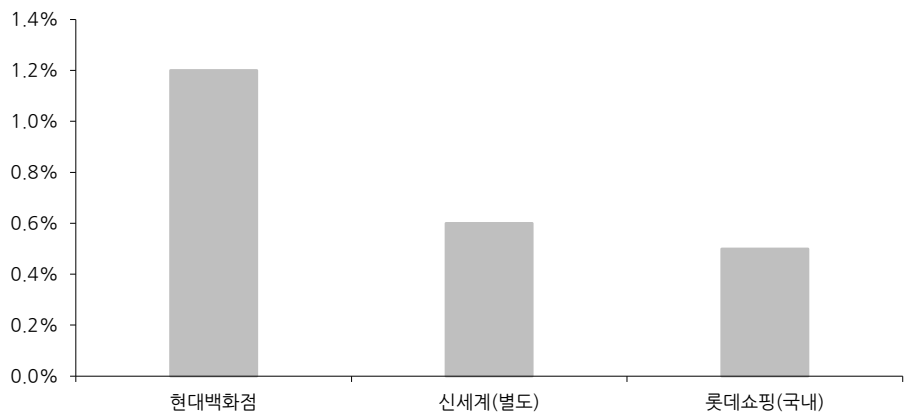
자료: 일본백화점협회, Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

[그림5] 소득 8분위 가계 근로소득 증가율 추이



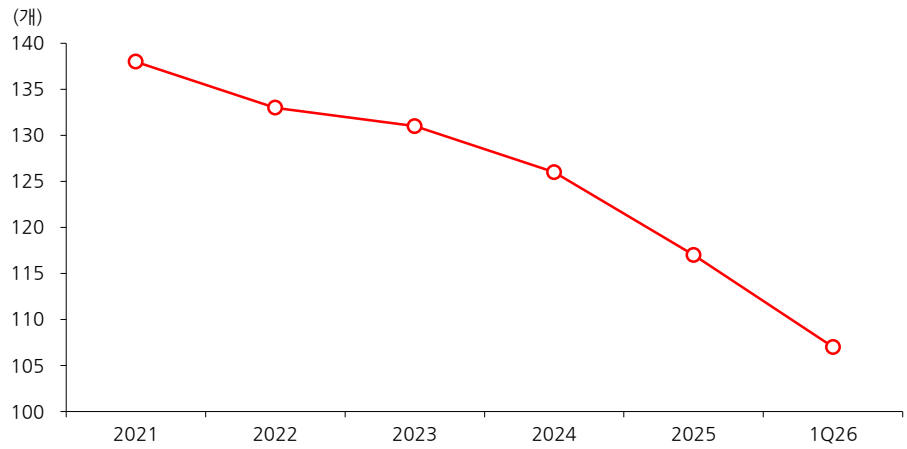
자료: KOSIS, 한화투자증권 리서치센터

[그림6] 1Q26 백화점 3사 GPM(총매출액 대비) 증분



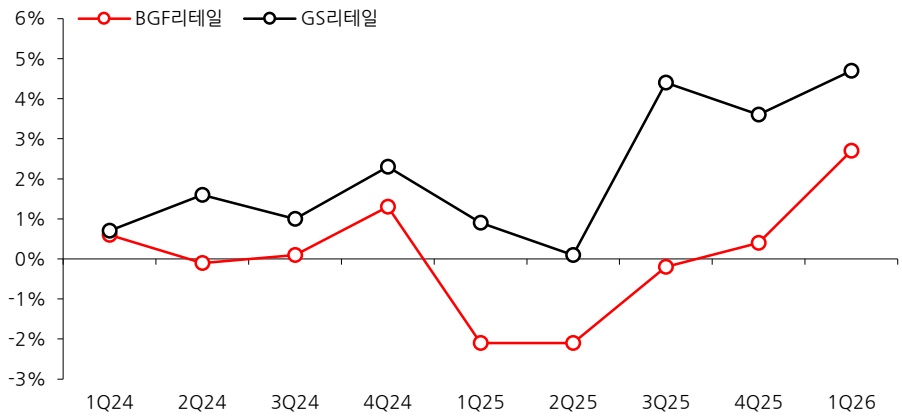
자료: 각 사, 한화투자증권 리서치센터

[그림7] 홈플러스 점포 수 추이



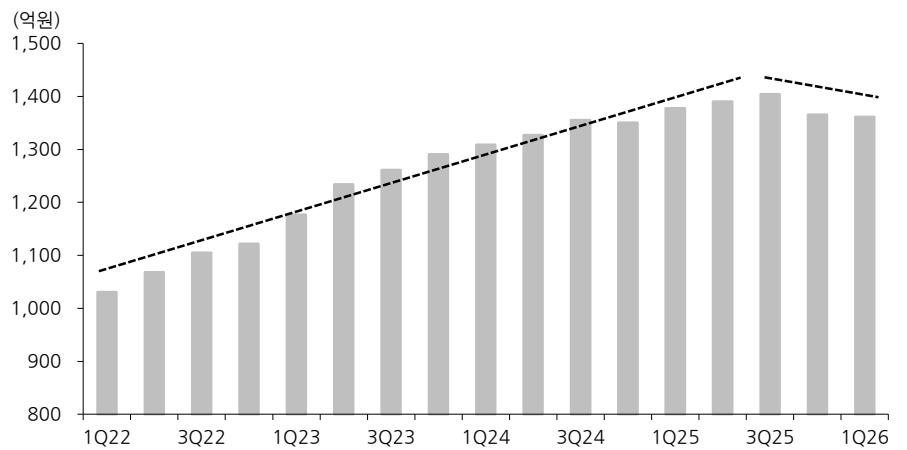
자료: 홈플러스, 한화투자증권 리서치센터

[그림8] BGF 리테일, GS 리테일 편의점 기존점 성장률 추이



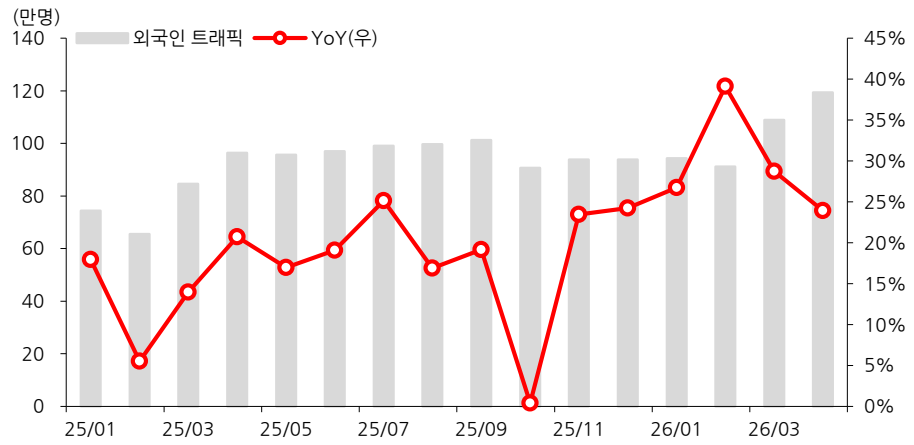
자료: 각 사, 한화투자증권 리서치센터

[그림9] BGF 리테일 임대료 + 상각비 추이



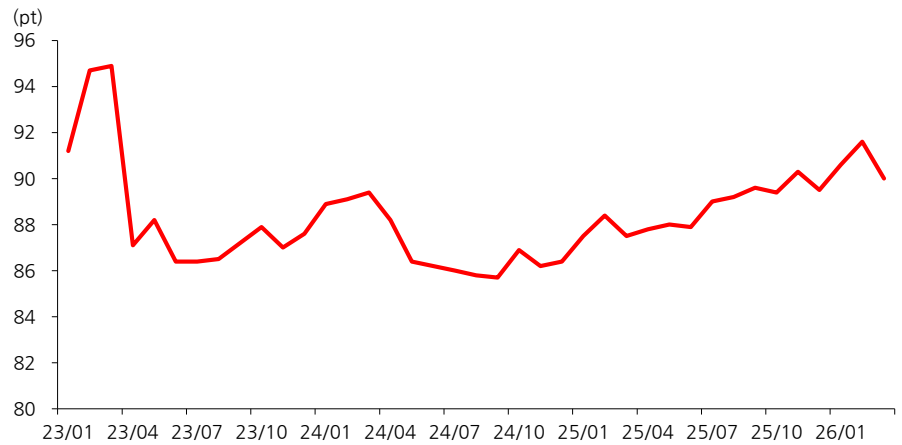
자료: BGF리테일, 한화투자증권 리서치센터

[그림10] 면세점 외국인 트래픽 및 성장률 추이



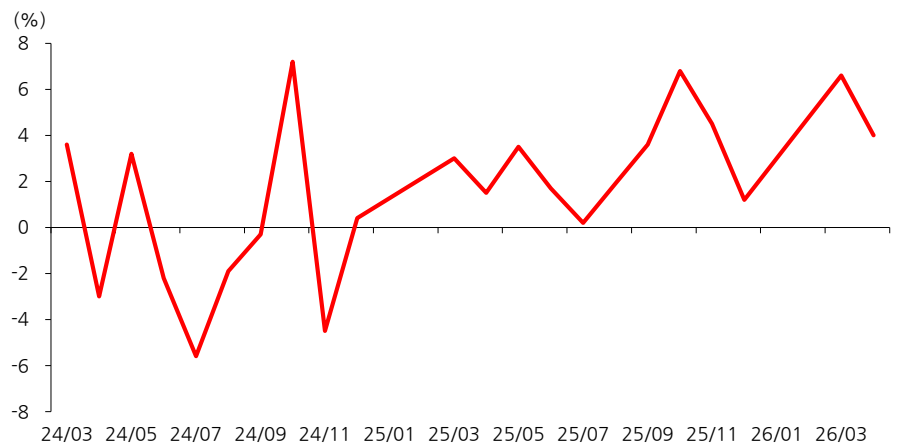
자료: 한국면세점협회, 한화투자증권 리서치센터

[그림11] 중국 소비자심리지수 추이



자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

[그림12] 중국 의류 소비성장률 추이



자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

Ⅲ. 26년 상반기 Review

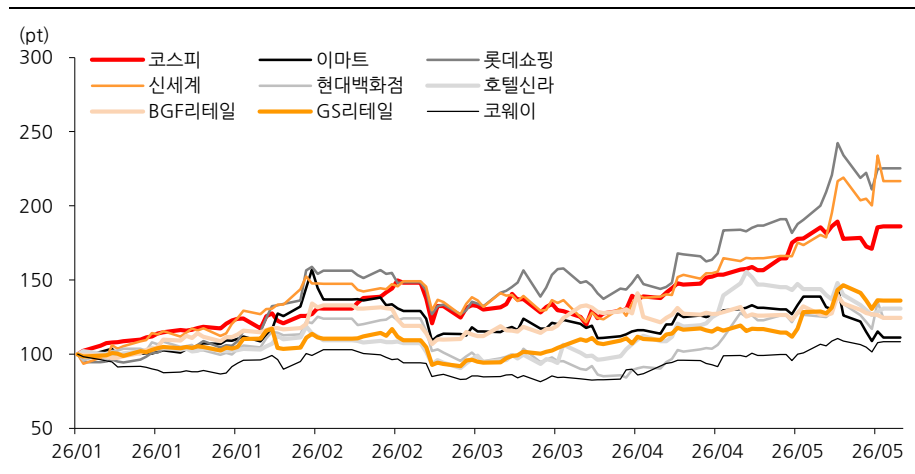
1. 유통업종 상반기 Review

>> 백화점 강세

1H26 유통업종 주가는 32% 상승하여 동기간 KOSPI를 69%p 하회했다. 다만 롯데쇼핑, 신세계 등 백화점 2개사의 주가수익률은 104%로 KOSPI를 3%p 상회했다. 내수 강세에 따른 실적 강세와 인바운드 매출 확대에 대한 기대감이 주가로 반영되었기 때문이다. 백화점의 강한 주가 상승은 실적 전망치 상향에 따른 주가 상승이었으며, 여전히 P/E Multiple(26E 당사 전망치 기준)은 롯데쇼핑 8.1배, 신세계 11.0배 수준이다. 현대백화점의 백화점 내 상대적 주가 약세는 인바운드 관점에서 경쟁사 대비 입지적 불리함과 자회사 지누스의 실적 부진의 영향이었다.

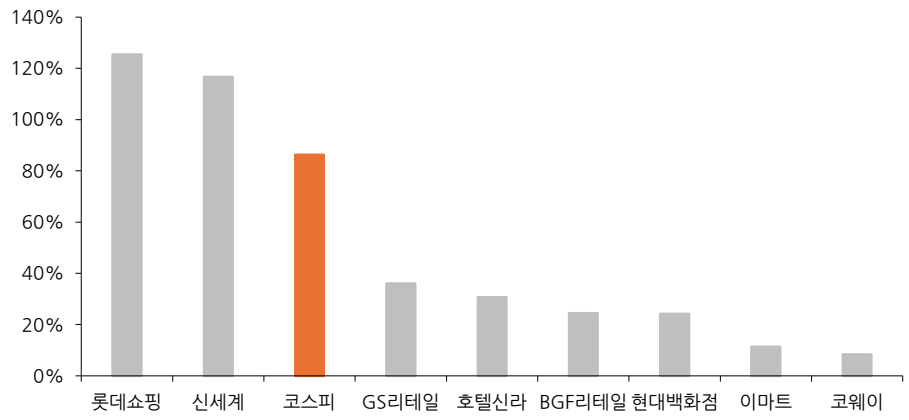
백화점 외 업체들은 KOSPI 대비 부진했는데, 절대적인 업황이 개선되고 있음이 분명하지만, 백화점 대비 상대적 매력도가 낮아 주요 투자자의 수급이 백화점으로 집중된 영향에 기인한다.

[그림13] 유통 커버리지 주가 추이



자료: Quantwise, 한화투자증권 리서치센터

[그림14] 연초대비 유통 기업별 주가 상승률



자료: Quantwise, 한화투자증권 리서치센터

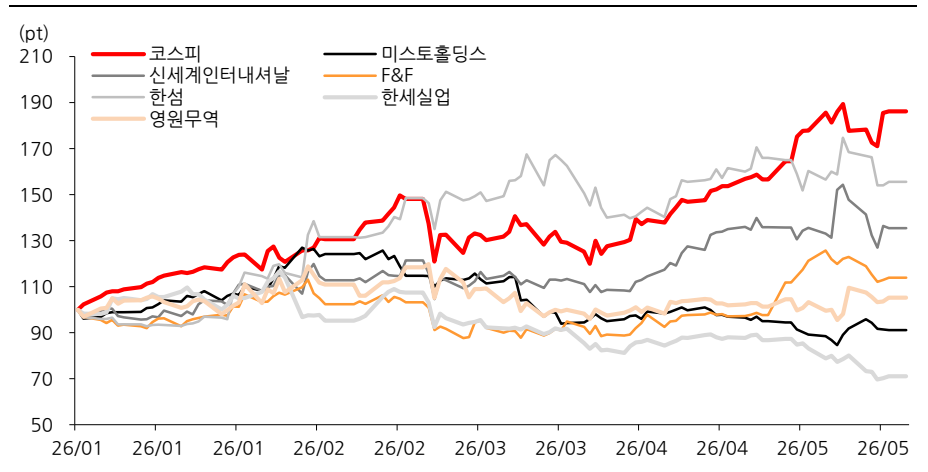
2. 의류업종 상반기 Review

>> 내수 브랜드 강세

1H26 의류업종 주가는 5% 하락하여 동기간 KOSPI를 106%p 하회했다. 의류업종 내 대형주인 영원무역, F&F, 미스토홀딩스 등의 주가는 부진했으며, 내수 소비 회복에 따른 실적 턴어라운드 기대감이 컸던 한섬, 신세계인터내셔널 등 내수 브랜드사의 주가 강세가 나타났다.

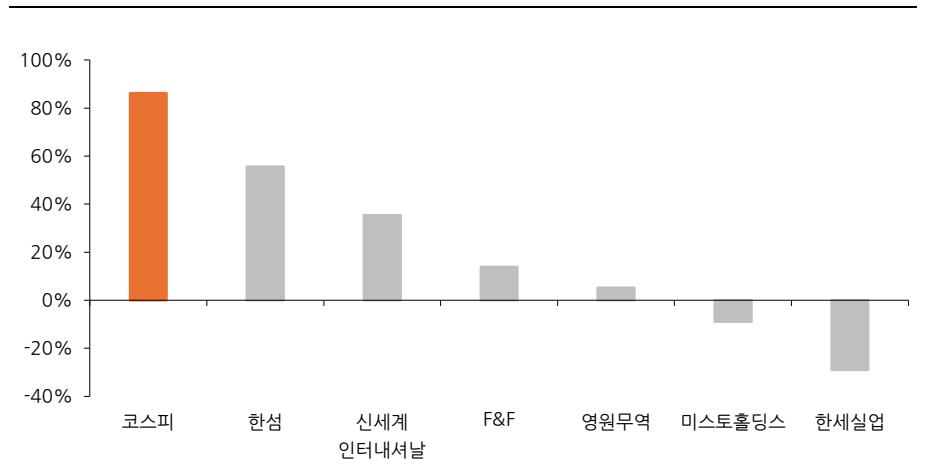
의류업종은 반도체 등 일부 업종에 대한 쏠림으로 상반기 소외되는 모습이었다. 영원무역은 글로벌 소비 양극화에 따른 아웃도어 의류 매출 호조 등으로 견조한 실적 성장이 기대됨에도 불구하고 주가는 소외되었다. F&F와 미스토홀딩스 등은 4Q25 실적 발표 시 제시된 가이드نس, 특히 중국 사업에 대한 가이드نس가 시장 기대치에 하회한 것이 주가 부진의 주된 영향이었다.

[그림15] 의류 커버리지 주가 추이



자료: Quantwise, 한화투자증권 리서치센터

[그림16] 연초대비 의류 기업별 주가 상승률



자료: Quantwise, 한화투자증권 리서치센터

IV. 유통업종 하반기 전망

1. 백화점 - 구조적 성장 지속

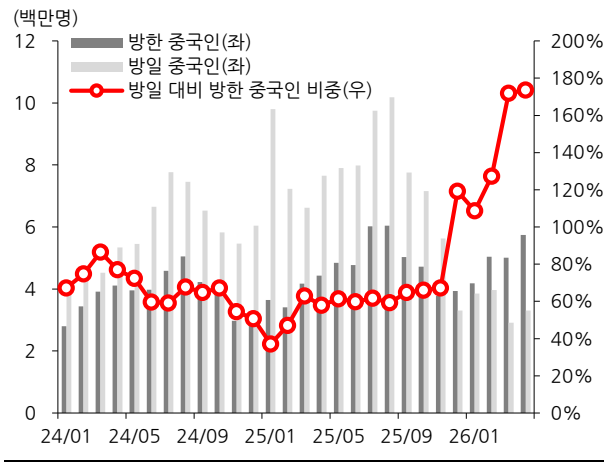
>> 하반기에도 지속될 백화점의 강세

하반기에도 백화점의 강세는 지속될 전망이다. 하반기부터 기저부담이 높아지는 것이 사실이지만, 크게 문제가 될 것 같지는 않다. 이유는 두 가지이다. 외국인 관광객이 백화점의 외형 성장에 미칠 기여도가 커질 것이며, 소득 효과에 따른 내수 성장이 지속될 공산이 높을 것으로 전망되기 때문이다.

>> 외국인 관광객의 영향도 하반기 HSD% 이상으로 높아질 것

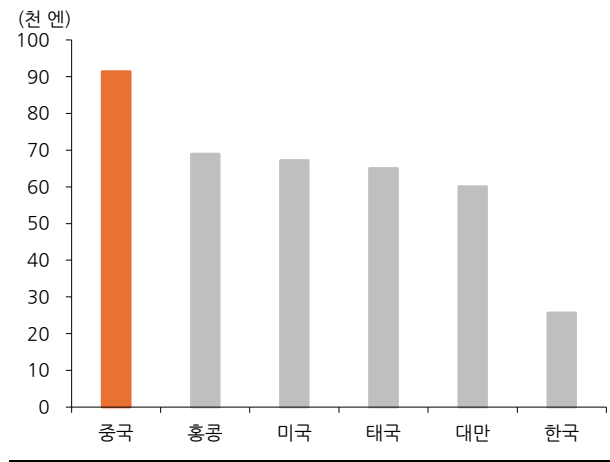
주지하다시피 한일령이라는 이벤트(?)를 기점으로 중국인 관광객의 일본 여행에 대한 선호도가 낮아지고, 그 대안으로 한국 여행이 떠올랐다. 여러 지표를 통해서 중국인들의 일본 방문의 주된 이유가 쇼핑임을 확인할 수 있다. 일본을 방문한 국적별 1인당 쇼핑액을 비교해보면 중국인이 25년 기준 91,457엔으로 다른 국적 관광객을 크게 상회한다. 다만, 미국, 홍콩, 태국 관광객 대비로는 약 1.5배 수준이었으며, 한국인 관광객 대비로는 3.5배 수준이다. 면세 활용률 또한 75%로 가장 높았다.

[그림17] 방한 중국인 vs 방일 중국인



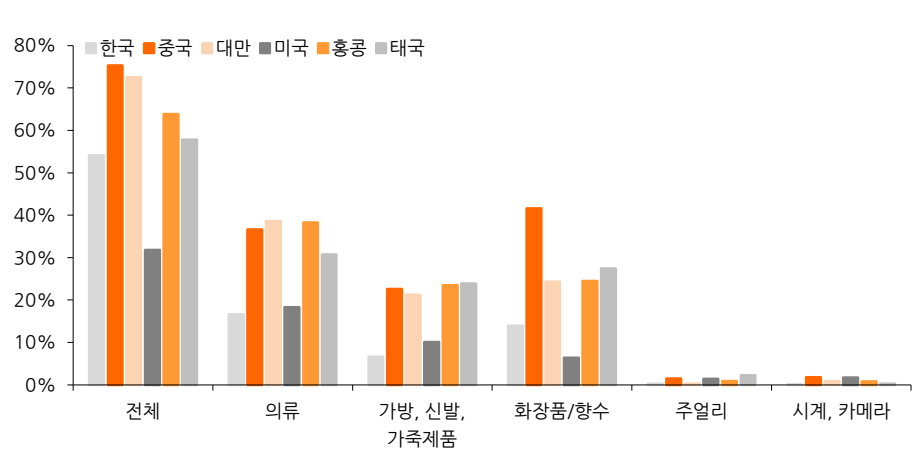
자료: 관광지식정보시스템, JNTO, 한화투자증권 리서치센터

[그림18] 일본 방문 관광객의 국적별 1인당 쇼핑액



자료: JNTO, 한화투자증권 리서치센터

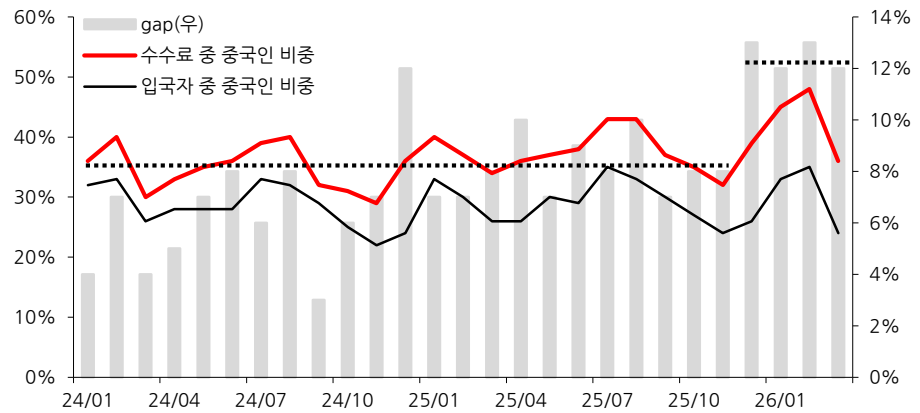
[그림19] 일본 방문 관광객의 국적별 면세 활용률



자료: JNTO, 한화투자증권 리서치센터

쇼핑을 목적으로 일본을 방문했던 중국인들이 한일령 이후 한국으로 방향키를 돌린 것을 간접적으로 확인할 수 있는 지표가 세금환급사업자인 글로벌텍스프리의 월별 실적이다. 한일령 이후 월별 수수료 매출 중 중국인 비중과 월별 입국자 중 중국인 비중의 간극이 확대된 것을 확인할 수 있는데, 이는 쇼핑을 목적으로 하는 구매력이 큰 중국인이 일본에서 한국으로 유입된 결과로 나타난 변화이겠다.

[그림20] 글로벌텍스프리 월별 실적 중국인 비중



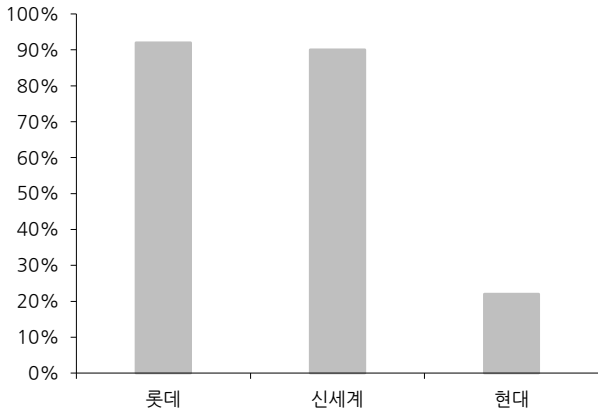
자료: 글로벌텍스프리, 한화투자증권 리서치센터

이 같이 쇼핑에 진심인 중국인 관광객이 한국으로 유입되면서 시장의 관심이 환기된 곳이 백화점이다. 1분기 롯데쇼핑 백화점의 외국인 매출은 +92% YoY 성장했으며, 신세계는 +90% YoY 성장했다. 이에 따라 25년 1분기 기준 3사 평균 4% 수준이던 외국인 매출 비중은 26년 1분기 약 6%로 상승하였는데, 1분기 기준 외국인 매출이 백화점의 기존점 성장에 기여한 기여분은 약 3%p 내외 수준으로 계산해볼 수 있다.

주목할 점은 성수기 구간에 진입하는 4월 외국인 매출 비중이 3사 평균 약 8% 수준까지 확대되었다는 점이다. 시장의 기대보다 빠른 속도이다. 최근 위안화 강세 등 요인으로 중국인 관광객의 구매력이 높아지고 있는 것이 영향을 주고 있다고 판단된다. 실제 일본백화점협회의 3월 데이터에 따르면, 중국인 관광객 객수는 약 -40% YoY 감소했지만, 중국인 관광객 면세매출은 약 -20% YoY 감소에 그쳤다. 구매력이 늘어나면서 객단가가 약 +20% YoY 늘어난 것으로 추정해볼 수 있겠다. 4월 데이터에서도 일본 백화점의 중국인 관광객 객수는 -30% YoY 감소했으나, 중국인 면세매출은 -2% YoY에 그쳤다. 4월 중국인 객단가는 약 +30% YoY 가까이 늘어났음을 함의한다. 참고로 4월 방일 중국인은 -57% YoY 감소했다.

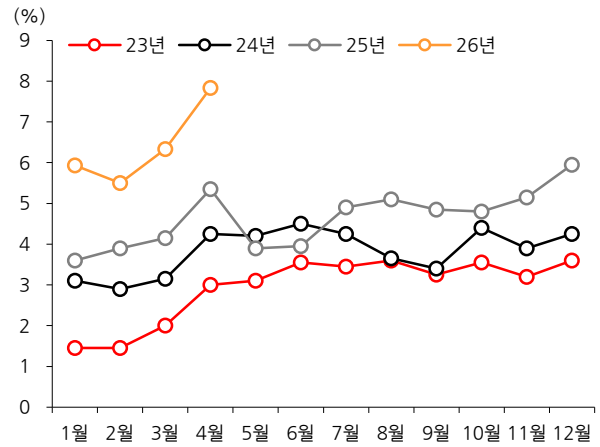
이 같은 추세면 이르면 2분기, 늦어도 3분기 중에 외국인 매출 비중이 10%를 상회할 가능성이 높다. 지난해 하반기 백화점의 외국인 매출 비중은 약 5% 내외 수준이었다. 외국인 매출 비중이 10%를 달성할 경우, 외국인의 백화점 기존점성장률 기여는 7~8% 수준에 달할 수 있겠다. 비중이 그 이상으로 높아진다면, 기여도는 두 자릿 수까지 높아질 가능성도 배제하기엔 어렵겠다.

[그림21] 백화점 3사 1Q26 외국인 매출 성장률



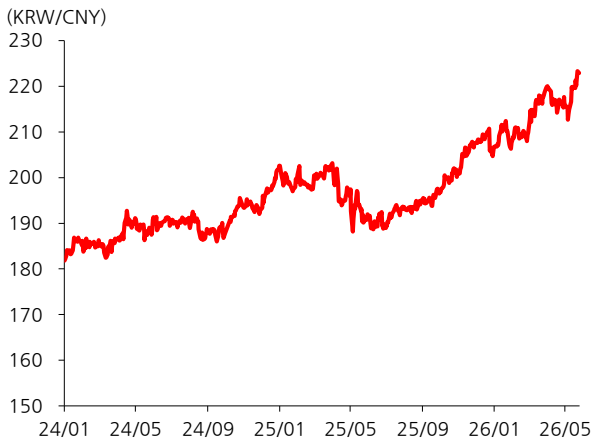
자료: 각 사, 한화투자증권 리서치센터

[그림22] 백화점 업종 평균 외국인 매출 비중 추이



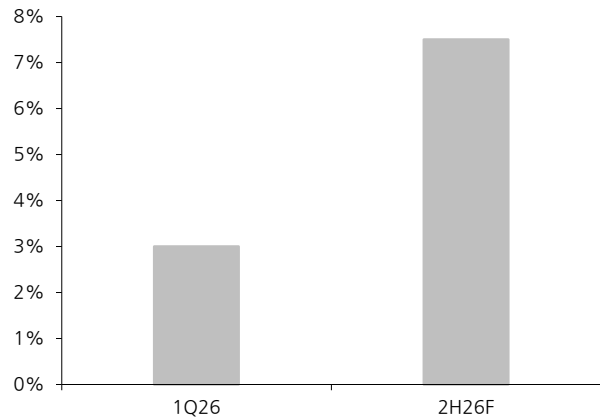
자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림23] 위안화(원화 대비) 환율 추이



자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

[그림24] 1Q26 외국인의 기존점성장 기여도



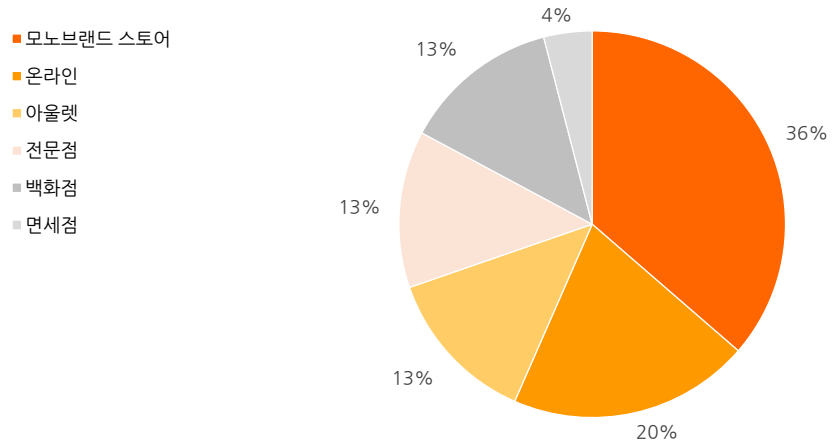
자료: 한화투자증권 리서치센터

» 중장기적으로 외국인 매출 비중은 일본을 넘어설 수 있을 전망

글로벌 시장과 구조가 다른
국내 럭셔리 유통 형식

글로벌 시장에서의 명품 유통 채널/형식의 비중을 보면, 모노브랜드 스토어(럭셔리 플래그십 로드샵) 비중이 24년 기준 36%를 차지한다. 백화점은 13%에 불과했다. 이는 아울렛(13%)과 유사하며, 온라인(20%) 대비로도 낮은 비중을 차지했다.

[그림25] 2024년 기준 글로벌 명품 유통 채널/형식 비중



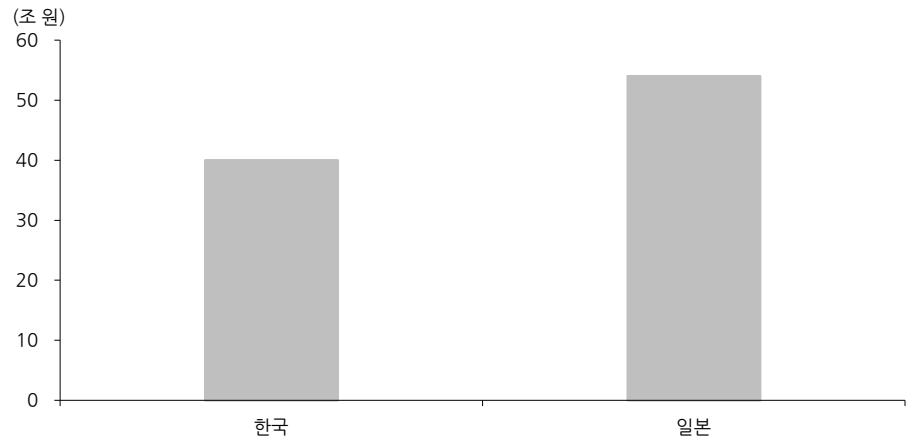
자료: Bain&Company, 한화투자증권 리서치센터

우리의 상식과는 많은 차이가 있는 데이터이지 않은가? 구체적인 데이터가 존재하는 것은 아니지만, 우리나라의 명품 유통채널에 절대적인 비중을 차지하는 것은 모르긴 몰라도 백화점일텐데 말이다. 여러 차례 자료로 설명하였지만, 우리나라의 명품 유통 채널의 구조는 여타 국가와는 달리 백화점 비중이 절대적이다. 해외는 대부분 플래그십 로드샵을 중심으로 유통되고 있다. 구조가 다른 것이다. 복합적인 이유가 있겠으나, 우리나라 사람들이 백화점에서 소비하는 것을 로드샵 대비 선호하다보니 나타난 현상이기도 하며, 국내 백화점의 규모가 해외 백화점 대비 압도적으로 큰 것에 따른 현상이기도 하다.

LVMH가 과거 실적발표 컨퍼런스콜에서 “한국의 경우 변동 임대료 구조이기 때문에 타 국가 대비 상대적으로 매출 상승 시, 레버리지가 약하다.”고 언급한 바가 있는데, 이 역시 우리나라의 명품 유통 구조가 백화점 중심임을 암시한다.

한국과 일본의 백화점 시장 규모에서도 구조적 차이를 엿볼 수 있는데, 우리나라의 백화점 시장 규모는 40조원이다. 일본은 54조원 규모이다. 일본이 우리나라 대비 1.5배 백화점 시장이 크다. 그런데 인구 규모까지 고려해보면, 이야기는 달라진다. 우리나라의 인구는 5천만명인 데, 일본은 1.2억명이기 때문이다. 인당 백화점 시장규모는 우리가 일본의 약 두 배 수준이다. 물론 한국인들이 일본인들 대비 사치재에 대한 선호도가 높은 영향일 수 있지만, 명품 유통 구조도 인당 백화점 시장 규모의 차이를 야기하는 중요한 요인이겠다.

[그림26] 한국 vs 일본 백화점 시장 규모



자료: 일본백화점협회, 유통업계, 한화투자증권 리서치센터

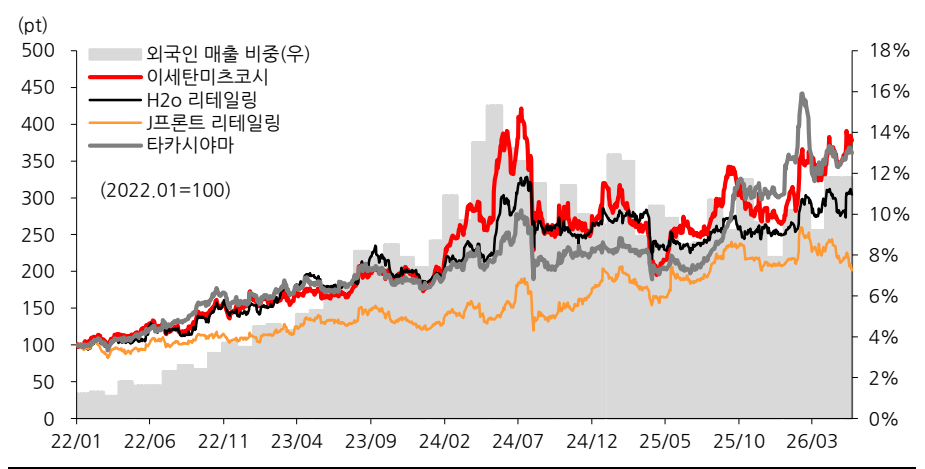
외국인들도 동일하다. 그들의 쇼핑 수요가 타국가와 다른 우리나라만의 명품 유통 구조에 따라 백화점으로 온전히 집중될 수밖에 없다. 실제 외국인 관광객 수요가 청담동 명품거리보다는 주요 백화점 2곳이 자리잡고 있는 명동으로 집중되고 있다.

반면 해외에서는 백화점이 명품 쇼핑의 중심이 아니다. 우리가 일본 여행을 가서 쇼핑을 한다면, 도쿄는 긴자/오모테산도를 오사카는 신사이바시를 찾는다. 프랑스 파리에서는 샹젤리제나 생토노네 거리를 방문한다. 모두 백화점이 메인이라기 보다는 럭셔리 플래그십스토어가 메인인 지역들이다. 당연히 우리나라와는 달리 쇼핑 수요가 여러 유통 채널로 분산될 수밖에 없다.

이 맥락에서 필자가 올해 2월 로마를 방문했을 때 겪은 일화가 있다. 로마 현지 백화점 명품 매장에 방문했으나, 점원은 플래그십 스토어에서 구매할 것을 오히려 종용하였다. 백화점 매장보다 큰 플래그십 스토어에 더 다양한 제품들이 전시되어 있기 때문이었다. 그리고 백화점 매장은 손님이 없었으나, 플래그십 스토어는 줄지은 관광객 무리가 눈길을 끌기도 했다.

이 같은 구조적 차이 때문에 중장기적으로 일본의 백화점 외국인 매출 비중보다 우리나라 백화점의 외국인 매출 비중이 높아질 수 있다고 판단한다.

[그림27] 일본 백화점 외국인 매출 비중과 주가



자료: 일본백화점협회, Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

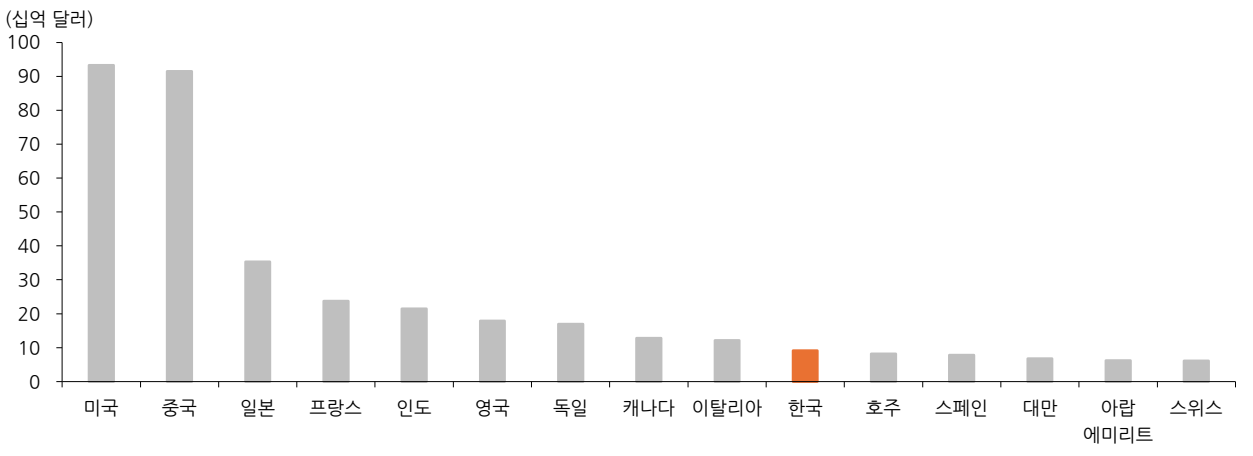
>> 외국인 매출의 성장, 구조적 성장의 영역

럭셔리 기업들이 주목하기 때문에 쇼핑 천국이 된 한국

일각에서는 백화점의 외국인 매출 비중 증가의 원인을 우호적인 환율의 영향으로 설명한다. 환율도 중요한 요소가 분명하다. 하지만 보다 근본적인 원인은 럭셔리 기업들이 생각하는 한국 시장의 중요도가 높아졌기 때문이다.

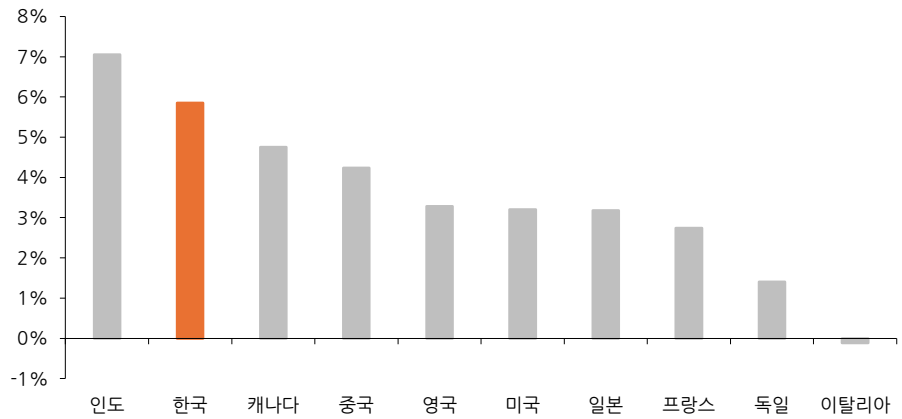
Statista의 국가별 럭셔리 시장 규모에 따르면, 우리나라는 전 세계 10위 시장이다. 아시아에서는 중국, 일본, 인도 다음 네번째로 큰 시장이다. 연평균 성장률은 우리나라가 인도 다음으로 빠르게 성장한 시장이다. 1인당 명품 소비 규모는 우리나라가 가장 크다는 분석이 있기도 하다.

[그림28] 국가별 럭셔리 시장 규모



자료: Statista, 한화투자증권 리서치센터

[그림29] 국가별 럭셔리 시장 연평균 성장률



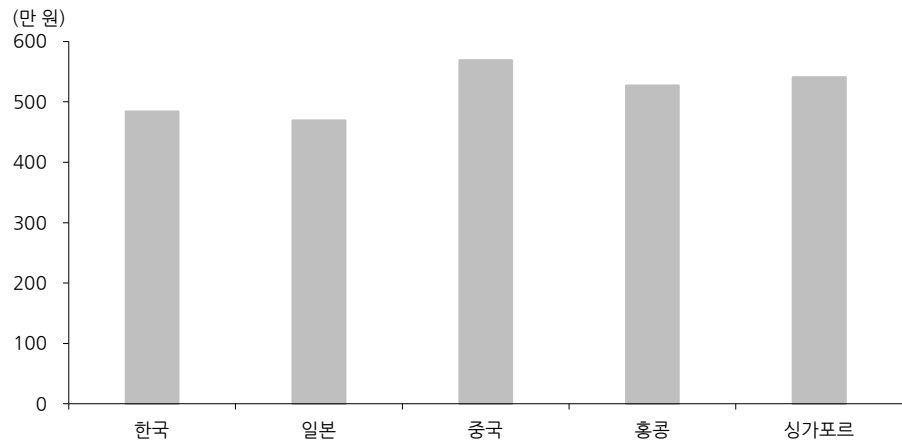
자료: Statista, 한화투자증권 리서치센터

또한 K콘텐츠에 대한 글로벌 관심도가 높아지면서, 한국의 셀러브리티의 영향력도 자연스럽게 높아지고 있다. 이 때문에 여러 럭셔리 브랜드들이 글로벌 앰배서더로 한국 셀러브리티를 활용하는 모습은 쉽게 찾아볼 수 있다.

큰 시장 규모, 빠른 시장 성장, 문화적 우수성 등에 따라 한국 시장을 테스트 베드로서 활용할 정도로 중요도가 높아지고 있으며, 이 같은 상황 하에서 럭셔리들은 한국 시장에 다양한 인센티브를 제공하고 있는 데, 가격과 다양한 제품 SKU 등이 그것이겠다.

실제 루이비통의 아시아 지역 가격을 비교해보면, 한국과 일본의 가격이 유사하게 세팅되어 있고, 기타 국가의 가격은 한국과 일본보다 높게 형성시켜 놓은 모습이다. 단순히 우호적인 환율때문일까? 알다시피 럭셔리들은 1년에 2~3번 이상 가격을 인상하고 있는데, 전 세계적으로 진행되는 가격 조정에서 환 변동에 따른 영향을 가격 변동 시에 고려한다. 원화약세가 단기간에 나타난 현상이 아니다. 그리고 원화약세 시기에 수 차례의 가격인상이 있었다. 그럼에도 이 가격 구조는 변화하지 않았다. 한국의 가격적 인센티브를 제공하고 있는 것이다. 몽클레르는 지난 4Q25 실적 발표에서 아시아 내 판매 촉진을 위해 한국에 가격 인센티브를 제공하고 있음을 밝힌 바 있다.

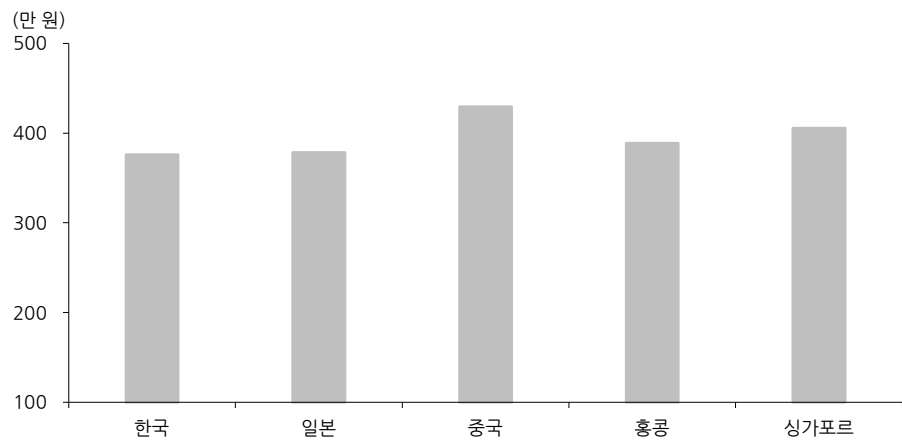
[그림30] 루이비통 온더고백(M45653) 아시아 가격 비교



주: 5/27 기준

자료: LOUISVUITTON, 한화투자증권 리서치센터

[그림31] 루이비통 올인백(M12925) 아시아 가격 비교



주: 5/27 기준

자료: LOUISVUITTON, 한화투자증권 리서치센터

[그림32] Monder 4Q25 실적 발표 내용 중 - 한국에 가격적 이점 제공 부분

Regarding the price gap between the region, as you know we are working on a bimonthly basis with Funchano[ph] Fung China on our pricing committee, and we have been working together for the past 11 years to reduce the price gap between Europe and the other region.

I must say that currently it's probably the lowest price gap we have ever had between the region, not completely where we would like to be, but getting very close to that. So we have our American, the price gap with the Americas that is below 30%. We have China around 30%, depending on the fluctuation of the currency between 28% and 30%, and we have today China, Korea that are more around 26%, 27%. So there is a small price gap between China and Korea to favor also the travelers inside of Asia, also regarding Hong Kong, the same.

We try to favor this 5% price gap, 6% price gap between China and the neighboring countries, so just to favor and push sales for travelers, Chinese travelers.

자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

결론적으로 한국 백화점의 외국인 매출 비중 증가는 우호적인 환율에 따른 일시적인 현상이 아니라 한국 시장에 대한 럭셔리들의 커진 관심 속에서 나타나고 있는 구조적 현상으로서 해석해볼 필요가 있겠다.

>> 외국인 매출, 백화점의 수익성에도 긍정적

외국인 매출의 수익성
내국인 대비
3~4%p 높을 것으로 추정

외국인 매출 비중 상승은 백화점의 수익성에 긍정적이다. 이유는 크게 내국인과 달리 VIP 할인(세일리지)이 없다는 점과 텍스리펀드 사업자로부터 수취하는 환급금 등에 따른다.

백화점은 흔히들 상위 10%의 VIP가 매출의 70%를 일으킨다고 말한다. 이들 VIP는 백화점에서 제공하는 세일리지를 활용하여 쇼핑을 하게 되는 데, 보통 10%(임대매장 제외)의 가격 할인을 제공한다. 외국인 관광객들이 VIP 세일리지를 사용하는 비율은 상당히 제한적일 것이다. 물론 백화점들이 최근 외국인 관광객을 대상으로 상품권 환급 프로모션 등을 제공하기는 하나, 언제 돌아올 지 모르는 관광객으로 하여금 한국에서의 체류기간 내에 더 소비하라는 일종의 당근책이다.

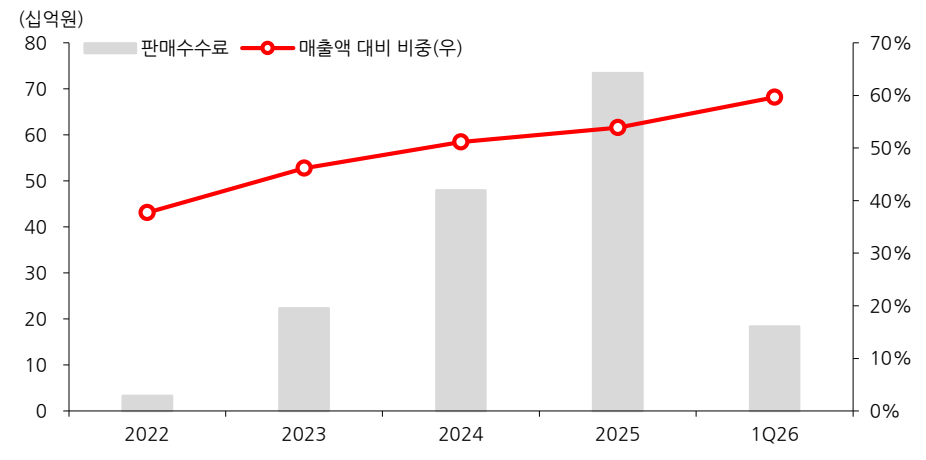
[표1] 2026 신세계 VIP 클럽 등급별 혜택 정리

등급	내용
트리니티 블랙다이아몬드 다이아몬드 플래티넘	정상 및 세일가격인하 상품 한도 금액 내 최대 10% 할인
골드	정상 및 세일가격인하 상품 한도 금액 내 최대 7% 할인
에메랄드 레드	패션·잡화 장르 정상 상품 한도 금액 내 최대 7% 할인

자료: 신세계, 한화투자증권 리서치센터

텍스리펀드 사업자들이 제공하는 환급금도 외국인이 내국인 대비 상대적으로 높은 수익성을 기록할 수 있는 이유이다. 국내에서는 텍스리펀드 사업자는 부가세 환급금(10%) 중 30%를 매출로 인식하는 데, 이 중 50% 이상을 가맹점에게 환급해주고 있다. 상품 가격의 약 1~2% 수준으로 계산해볼 수 있는 데, 달리 말해서 이 환급금으로 인해 백화점 입장에서는 동일 상품 판매 시 수취할 수 있는 수수료율이 내국인 대비 외국인 관광객이 1~2% 높다는 것이다.

[그림33] 글로벌텍스프리 판매수수료 추이



자료: 글로벌텍스프리, 한화투자증권 리서치센터

보수적으로 50%의 VIP 고객이 일반상품(50% 비중)에 대해 평균 5%의 세일리지를 사용한다고 감안할 경우, 내국인 대비 외국인 매출의 수익성은 텍스리펀드 사업자로부터 수취하는 환급금을 더해 약 3~4%p 높을 수 있을 것으로 추정한다.

물론 카테고리 측면에서 외국인 관광객의 수요가 상대적으로 수수료율이 낮은 명품 소비 비중이 집중될 수 있다. 하지만 최근 패션/스포츠 등 일반상품에 대한 매출 비중이 상승하고 있으며, 롯데쇼핑은 내국인과 외국인의 카테고리별 매출 비중이 크게 다르지 않다고 설명한다. 또한 내국인과 달리 명품 외 또 다른 저마진 카테고리인 가전/가구 소비 비중(산자부 기준 약 10% 내외)이 절대적으로 낮다는 점도 간과해서는 안되겠다.

>> 내수 소비 성장 지속될 전망

강하게 링크되고 있는 기업 실적과 근로자 소득, 기대소득의 자산효과 강해질 전망

시장에서는 외국인 매출 성장에 주목하고 있는 것이 사실이나, 상반기 백화점 호조의 8할은 내수 소비 성장에 기인한다. 앞서 언급한 바와 같이 외국인 매출 성장이 백화점 기존점성장물에 영향을 미친 기여도는 약 3%p에 불과했다. 1Q26 백화점의 기존점성장물이 단순 평균 10% 중반이었기 때문에 내수 성장 기여가 약 10% 내외 수준이었다는 것이다.

하반기 외국인의 기여분이 상승할 것으로 전망되기는 하나, 여전히 90% 이상 매출을 차지하고 있는 내수 소비의 방향성이 지속 우상향하는 것이 백화점의 외형성장에 있어 미치는 영향도가 크다.

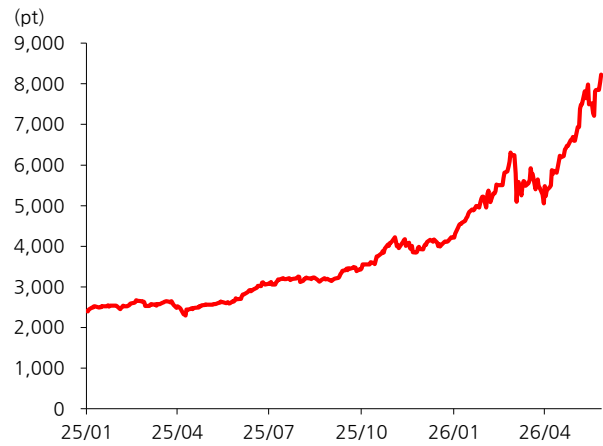
당사는 하반기 기저가 높아짐에도 불구하고 내수 성장이 지속될 것으로 전망한다. 현재 내수 소비에는 소득 효과와 자산 효과가 영향을 미치고 있다. 증시의 폭발적 상승에 힘입은 자산 효과의 경우, 하반기에도 우호적일 지에 대해서는 판단하기는 쉽지 않다. 사실 누구도 모르는 영역이다.

반면 소득 효과는 분명하다. 영업이익의 N% 성과급을 지급하라는 요구가 여러 기업에서 이어지고 있다. 기업들의 실적에 근로자의 소득이 기존보다 더욱 강하게 또 직접적으로 링크되고 있는 것이다. 그런데 기업들의 실적 전망치는 계속 상향되고 있다. 반도체업종이 주도하고 있지만, 반도체 업종을 제외했을 때도 실적 전망치는 견조하게 상향되는 흐름이다. 그만큼 소득의 전망치도 상향되고 있는 것으로 연결해 생각해볼 수 있다.

지난해 하반기부터 내수 소비가 돌아선 이유가 무엇일까? 증시가 상승해서? 보다 직관적인 것은 내년 상반기에 받게될 성과급이 이미 소비자들 머리 속에 계산이 되어 있다 보니 미리 소비를 일으킨 것 때문이라 판단된다. 사실 이것 역시, 경제학적으로 '기대 소득의 자산 효과'이다. 그렇다면 올해 하반기는 어떨까? 작년 하반기에 기대했던 성과급 레벨보다 수준이 당연히 높을 것이다. 그만큼 당겨쓰는 소비 규모도 클 수밖에 없다. 기대 소득의 자산 효과의 강도가 작년과는 비교가 되지 않을 수 있다. 자산 효과보다 소득 효과의 소비 성향이 크다는 것은 자명하다. 단순히 기저가 높다고 소비가 꺾일 것이라 전망하는 것에는 함정이 있다는 이야기이다.

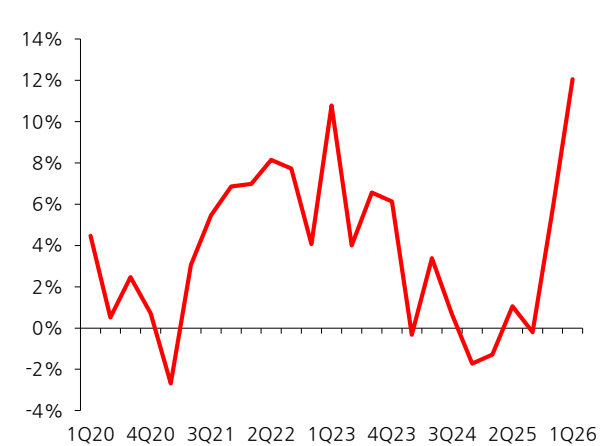
우리가 내수 소비 둔화를 걱정해야하는 시기는 현재와 같이 기업들의 실적 전망치가 J커브를 그리면서 상향되는 구간이 아니라 점진적으로 완만해지면서 전년 대비 기대 소득의 자산 효과가 강하지 않을 때가 될 것이다.

[그림34] 코스피 추이



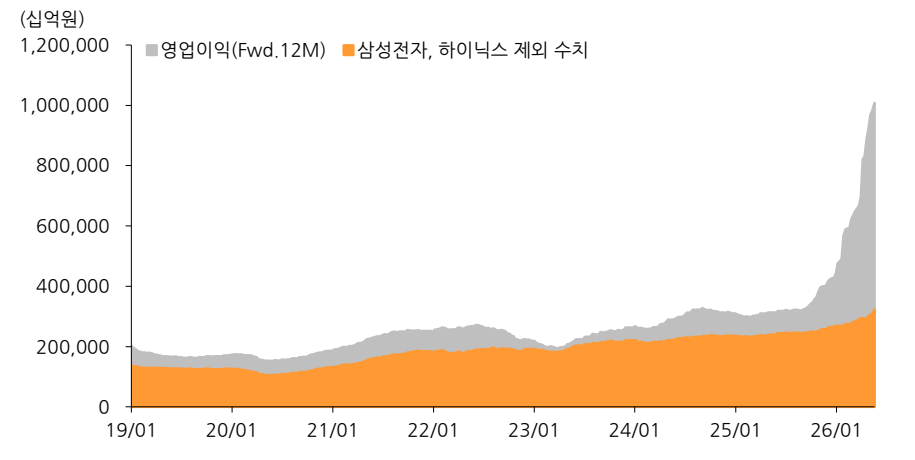
자료: Quantwise, 한화투자증권 리서치센터

[그림35] 소득 8분위 가계 근로소득 증가율 추이



자료: KOSIS, 한화투자증권 리서치센터

[그림36] KOSPI 영업이익 전망치 추이



자료: Quantwise, 한화투자증권 리서치센터

>> 백화점 실적의 변수 - GPM, 서프라이즈의 주요 원인

백화점 수익성의 서프라이즈
이유는 GPM

1Q26 실적에서 백화점의 수익성 서프라이즈가 시현된 이유는 무엇일까? 사실 백화점 실적의 핵심 변수인 기준점성장률에 대해선 여러 시장 데이터를 통해 시장에서는 이미 어느정도는 가늠을 하고 있는 것이 사실이다. 백화점의 판관비 변동이 유의미하게 나타나기도 쉽지 않다. 그렇다면 시장 기대치를 상회한 원동력은 무엇일까? 바로 GPM이다. 직매입을 중심으로 하는 대형마트나 편의점 사업자에게는 중요한 이 지표가 왜 수수료 중심의 유통 구조를 가진 백화점의 실적 상회 주요 요인으로 당사가 주목한 이유는 바로 GPM의 역설(?) 때문이다.

주지하다시피 명품과 가전과 같이 임대 매장의 수수료율은 패션/잡화 등 특정매입 매장의 수수료율보다 낮다. 시장에서는 이 사실에만 주목하고 있다. 때문에 관리매출의 기준점성장률보다 낮게 총매출/순매출 성장률을 전망한다. 저마진 카테고리의 매출 비중이 늘어나면 관리 매출 성장률과 총/순매출 성장률 간의 간극이 커지고, 고마진 카테고리의 매출 비중이 늘어나면 간극이 줄어드는 것이다.

GPM에서는 어떻게? 역설적으로 명품/가전 등 임대 매장 등 저마진 카테고리 매출 비중이 늘어나면 GPM(총매출액 대비)은 오히려 상승하게 된다. 이유는 임대율과 특정매입의 회계처리에 따른 것이다. 명품과 가전 같이 임대율 매장에서 매출이 100이 일으키면, 관리매출액에는 100이 인식되고, 총매출액과 순매출액에는 백화점이 인식한 수수료(수수료율 15% 가정 시) 15가 인식되게 된다. 반면 특정매입은 관리매출과 총매출액이 100이 인식되고, 순매출액에서 30(수수료율 30% 가정)이 인식된다. 때문에 총매출액 대비 GPM은 임대매장 매출비중이 늘어날수록 임대매장의 GPM 100%의 비중이 특정매입의 GPM 30% 대비 커지면서 오히려 높아지는 효과가 발생하는 데, 이를 시장에서는 간과하고 있을 수 있다고 생각한다

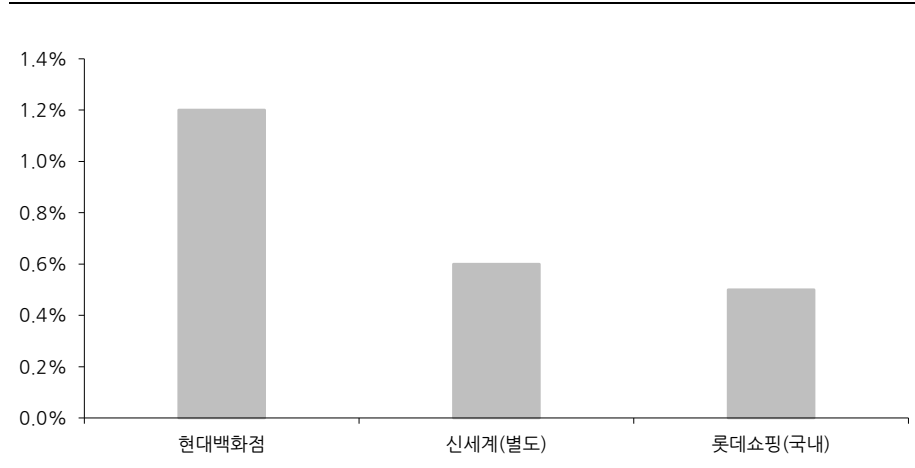
물론 GPM의 방향성에 있어서 백화점의 마케팅 강도가 무엇보다 중요하다. 프로모션으로 인해 수수료가 전반적으로 낮아지면, GPM이 하락할 수 있기 때문이다. 현재와 같이 업황이 우호적인 구간에서는 백화점들이 강한 마케팅 비용을 집행할 필요가 없겠다. 이에 우호적인 업황이 지속되는 한 GPM이 우상향할 가능성이 높다.

[표2] 100을 팔았을 경우, 계약 형태와 매출액의 관계

구분	관리매출	총매출	순매출	매출원가	매출총이익	총매출액 대비 GPM
직매입	100	100	100	80	20	20%
특경매입	100	100	30	0	30	30%
임대갑	5	5	5	0	5	100%
임대을	100	15	15	0	15	100%

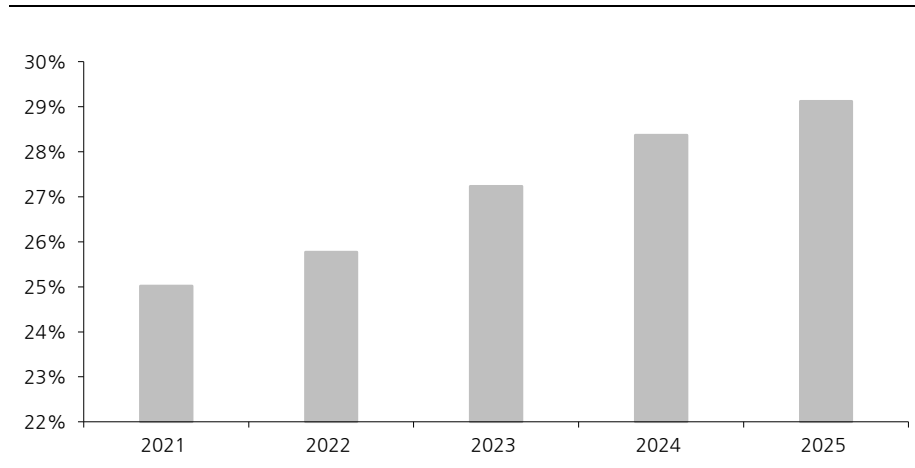
자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림37] 1Q26 백화점 3사 GPM(총매출액 대비) 증분



자료: 각 사, 한화투자증권 리서치센터

[그림38] 현대백화점 GPM(총매출액 대비) 추이



자료: 현대백화점, 한화투자증권 리서치센터

당사의 26년 백화점 실적 전망치는 시장 컨센서스보다 높은 수준에 형성되어있다. 이는 시장 컨센서스보다 하반기 백화점 성장률에 대한 눈높이가 높기 때문이라 추정된다. 높은 실적 전망치를 제시하고 있는 당사조차도 GPM 전망치 상승 가능성을 실적 전망치에 충분히 반영시키지 않은 상황이다. GPM의 우상향 가능성을 고려하면, 백화점의 실제 실적은 시장 컨센서스는 물론 당사의 높은 전망치조차 상회하는 상황이 1Q26에 이어 하반기까지도 이어질 수 있음을 의미한다. 당연하게도 더 중요한 변수는 기존점성장률의 흐름이기는 하겠으나 말이다.

➤ 일본 백화점 사이클보다 강한 한국 백화점 사이클. 주가 리레이팅 지속 전망

백화점 주가 리레이팅
아직 초입 구간

필자가 여러 자료를 통해서 지난해부터 보여준 핵심 키차트는 일본 백화점의 22~24년 주가 리레이팅 차트였다. 당시 일본 백화점 주가 상승을 설명하는 핵심 변수는 외국인 매출 비중의 상승이었고, 우리나라 백화점은 현재 일본 백화점의 23년에 와있다. 그리고 지금은 일본의 사이클보다 더 강한 사이클을 맞이하고 있다고 판단한다.

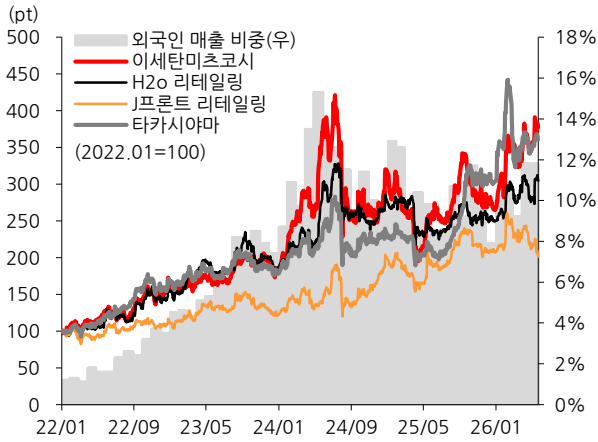
백화점 매출 성장의 8할인 내수 소비가 소득 효과와 자산 효과가 시너지를 내며 강하게 성장하고 있고, 인바운드 소비의 핵심인 중국인의 구매력이 일본 사이클 당시보다 강하다.

주가의 핵심 변수가 외국인 매출 비중이라면, 매년 계단식 상승을 기대하고 있다. 지난해 일본을 방문했던 중국인과 홍콩인의 수가 1,600만명이며 이는 지난해 우리나라의 전체 인바운드 관광객 수에 필적하기에 냉정히 말해 현재 일본에서 이탈하는 관광객 수요를 우리가 다 흡수하기에는 인프라적으로 부족하다. 인프라는 수요가 올라오면 후행해서 올라올 것이다. 항공/해운 노선뿐만 아니라 호텔 인프라들도 말이다. 이 인프라가 올라오면서 자연스럽게 백화점의 외국인 매출 비중은 올해 10%, 내년 15%, 내후년 20%로 레벨업이 될 것이다.

외국인 매출 비중이 주가에 핵심 변수인 이유는 백화점 성장의 장기적 가시성을 높여주기 때문이다. 최근 밸류에이션의 기준 변화를 이끌고 있어 화두가 되고 있는 반도체 업종의 LTA와 유사하다. 내수 중심의 백화점은 외형 성장에 있어서 경제 상황에 따른 사이클이 불가피하다. 당사의 판단처럼 외국인 매출 비중이 계단식으로 상승한다면, 백화점업종의 장기 주가 리레이팅에 기대를 걸어봐도 될 것이다. 길게 볼 것을 주문한다.

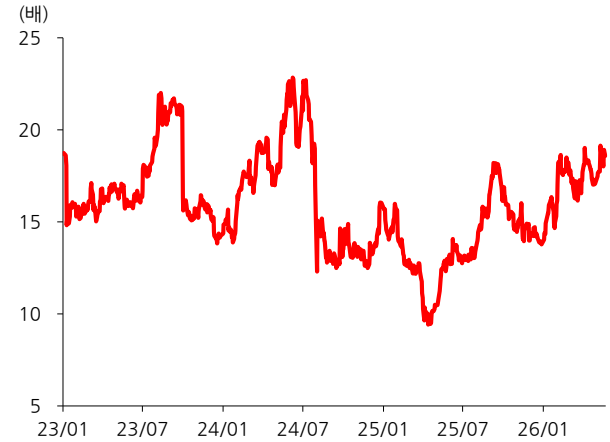
백화점의 주가 리레이팅은 아직도 초기구간이다.

[그림39] 일본 백화점 외국인 매출 비중과 주가 추이



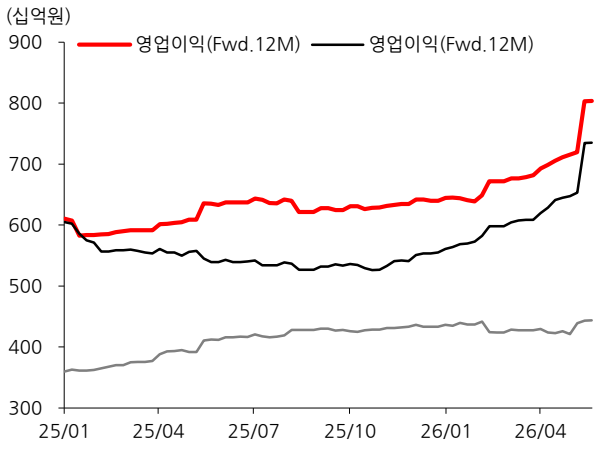
자료: 일본백화점협회, Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

[그림40] Isetan Mitsukoshi P/E(fwd) 추이



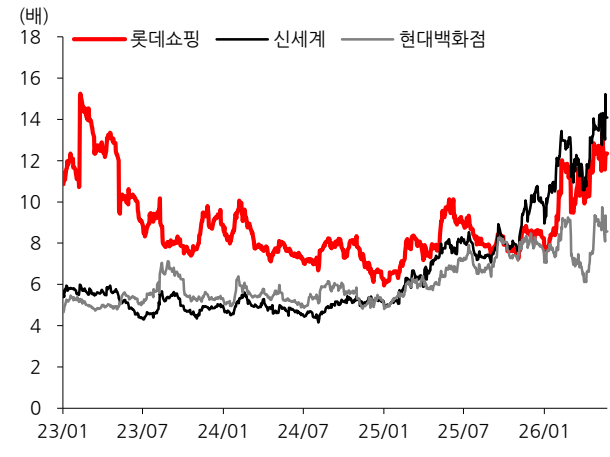
자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

[그림41] 백화점 3사 영업이익 컨센서스 추이



자료: Quantwise, 한화투자증권 리서치센터

[그림42] 백화점 3사 P/E(fwd) 추이



자료: Quantwise, 한화투자증권 리서치센터

2. 대형마트 - 홈플러스 구조조정 반사이익 본격화

>> 25년 연말부터 본격화된 홈플러스의 구조조정

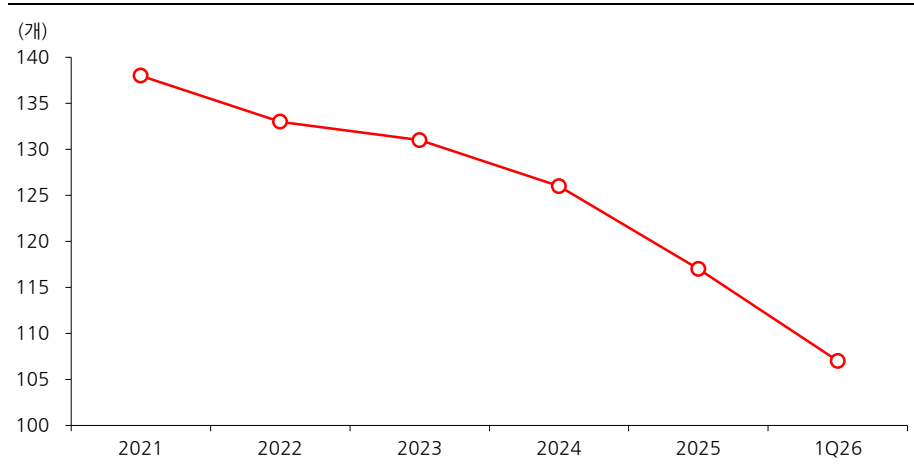
하반기 구조조정은
더욱 강해질 것

25년 3월 기업 회생을 신청한 홈플러스의 구조조정이 25년 연말부터 본격화되고 있다. 지난해 하반기부터 지난 4월까지 홈플러스의 22개 점포가 폐점하였으며, 5월부터는 37개 점포를 대상으로 7월까지 일시 영업중단을 밝히기도 하였다.

점포 축소에 더해 운영자금 조달 노력은 지속하고 있다. MBK로부터 DIP 금융 1,000억 원을 조달하였고 SSM 사업을 영위하는 홈플러스 익스프레스 매각을 통해 약 1,200억 원의 현금을 확보하게 되었다. 다만 역부족인 것으로 보인다. MBK로부터 유치한 DIP 금융 1,000억 원을 한달만에 소진하였기 때문에 향후 홈플러스 익스프레스 매각대금이 유입된다고 하더라도 기업 회생을 위해 충분치 않다

현재 인가 전 M&A를 다시 추진 중에 있지만, 회생을 위해선 결국 보유하고 있는 자산 매각이 불가피할 것이라 판단된다. 주요 보유 자산은 점포 부동산이다. 주 채권자이자 부동산 자산에 대해 담보권을 가지고 있는 메리츠 측의 동의가 필요하겠으나, 기업 회생을 지속 추진하기 위해선 필수 불가결하며, 점포 구조조정은 더욱 강해질 전망이다.

[그림43] 홈플러스 점포 수 추이



자료: 홈플러스, 한화투자증권 리서치센터

[표3] 홈플러스 폐점 확정 점포 - 9개

점포	인근 점포	비고
서울 신내	이마트 목동(2km), 홈플러스 서울상봉(3.2km), 롯데마트 중계(4.3km)	27년 폐점 예정
부산 반여	롯데마트 동래(5km), 홈플러스 센텀시티(5km), 이마트 연제(6km)	27년 폐점 예정
순천 풍덕	이마트 순천(0.5km), 홈플러스 순천(3.2km)	27년 폐점 예정
부천 상동	이마트 중동(1.4km), 롯데마트 삼산(2.2km)	25년 7월 31일 폐점
안산 선부	롯데마트 선부(1.6km), 이마트 안산고잔(4.4km)	25년 9월 1일 폐점
부천 소사	이마트 부천(3km)	26년 하반기 폐점 예정
대구 내당	이마트 칠성(5km), 홈플러스 남대구(5km)	25년 8월 14일 폐점
서울 동대문	이마트 왕십리(1.6km), 롯데마트 청량리(1.9km)	25년 11월 30일 폐점
충청 동청주	홈플러스 청주성안(4.2km), 롯데마트 상당(7km)	26년 1월 11일 폐점

자료: 한화투자증권 리서치센터

[표4] 홈플러스 회생 후 폐점 발표 - 19개

점포	인근 점포	비고
가양	홈플러스 강서(1.7km), 이마트 신월(4.4km), 롯데마트 김포공항(5.4km)	25년 12월 28일 폐점
시흥	롯데마트 금천(1.9km), 홈플러스 금천(3.4km), 이마트 광명소하(4km), 이마트 구로(4.6km)	26년 1월 31일 폐점
일산	이마트 일산(2km), 롯데마트 주엽(2.7km), 홈플러스 고양터미널(3.7km)	25년 12월 28일 폐점
계산	롯데마트 계양(0.2km), 이마트 계양(1.1km), 홈플러스 작전(2.8km)	26년 1월 31일 폐점
원천	이마트 흥덕(1.8km), 롯데마트 광고(3.2km), 홈플러스 수원영동(3.5km), 롯데마트 권선(3.8km)	25년 12월 28일 폐점
안산 고잔	롯데마트 안산(3.2km), 이마트 안산고잔(3.5km)	26년 1월 31일 폐점
화성 동탄	이마트 동탄(2.1km), 홈플러스 병점(3.7km)	26년 4월 14일 폐점
천안 신방	이마트 천안(1.6km), 롯데마트 성경(5.3km)	26년 1월 31일 폐점
동춘	롯데마트 대구울하(5.3km), 이마트 만춘(5.7km)	26년 1월 31일 폐점
장림	롯데마트 사하(1.3km)	25년 12월 28일 폐점
울산 북구	롯데마트 진장(6.7km), 홈플러스 울산(8km)	25년 12월 28일 폐점
부산 감만	이마트 문현(4km), 홈플러스 영도(6.7km)	26년 2월 11일 폐점
전주 완산	이마트 전주(3.6km), 홈플러스 전주(4.0km) 롯데마트 전주(5.8km)	26년 2월 11일 폐점
울산 남구	롯데마트 울산(1.3km), 이마트 울산(3.6km), 홈플러스 울산(6.0km)	26년 2월 11일 폐점
문화	이마트 둔산(6.1km), 홈플러스 대전가오(6.2km) 이마트 대전터미널(6.4km)	26년 2월 11일 폐점
조치원	단독 상권	26년 4월 14일 폐점
천안	이마트 천안터미널(3km), 이마트 천안(3.9km), 롯데마트 성경(4.8km)	26년 4월 14일 폐점
잠실	롯데마트 월드타워(0.9km), 롯데마트 제타플러스 잠실(1.3km)	26년 하반기 폐점 예정
인천 송의	이마트 동인천(2.5km), 홈플러스 인하(3.6km)	26년 하반기 폐점 예정

자료: 한화투자증권 리서치센터

[표5] 홈플러스 자가점 매각 대상 점포(확정 X) - 5개

점포	인근 점포	비고
유성	이마트 둔산(3km), 롯데마트 노은(6.2km)	매각 진행 중
동광주	단독 상권	매각 진행 중
서수원	이마트 서수원(3km), 롯데마트 천천(6.4km)	27년 매각 예정
야탑	롯데마트 판교(3.4km), 이마트 성남(4.5km)	27년 매각 예정
진해	롯데마트 진해(1.1km)	27년 매각 예정

자료: 한화투자증권 리서치센터

[표6] 홈플러스 영업중단 매장 - 37 개

점포	인근 점포	비고
서울 중계	롯데마트 중계(1.3km), 이마트 월계(3.1km)	
서울 신내	이마트 목동(2km), 홈플러스 서울상봉(3.2km), 롯데마트 중계(4.3km)	27년 폐점 예정
서울 면목	홈플러스 상봉(3.2km), 롯데마트 청량리(4km), 이마트 목동(4.9km)	
서울 잠실	롯데마트 월드타워(0.9km), 롯데마트 제타플러스 잠실(1.3km)	26년 하반기 폐점 예정
부산 센텀시티	이마트 해운대(4.1km),	
부산 반여	롯데마트 동래(5km), 홈플러스 센텀시티(5km), 이마트 연제(6km)	27년 폐점 예정
부산 영도	롯데마트 광복(1.5km)	
부산 서부산	이마트 사상(0.7km), 롯데마트 사상(4.6km)	
대구 상인	이마트 월배(1.7km)	
인천 가좌	롯데마트 부평(4.3km)	
인천 송의	이마트 동인천(2.5km), 홈플러스 인하(3.6km)	26년 하반기 폐점 예정
인천 연수	이마트 연수(0.2km), 롯데마트 연수(1.4km)	
인천 송도	롯데마트 송도(1.7km), 이마트 연수(4.2km)	
인천 논현	이마트 연수(5.4km), 롯데마트 연수(5.6km), 롯데마트 시흥배곧(7.2km)	
킨텍스	롯데마트 주엽(1.4km), 이마트 풍산(4.3km)	
고양터미널	이마트 일산(1.3km)	
포천송우	이마트 포천(4.0km)	
남양주진접	이마트 진접(1.7km)	
하남	이마트 하남(2.8km)	
부천 소사	이마트 부천(3km)	26년 하반기 폐점 예정
분당 오리	이마트 스타필드마켓 죽전(2.2km), 이마트 분당(2.8km), 롯데마트 롯데몰수지(4.7km)	
동수원	이마트 수원(2.3km), 롯데마트 권선(2.5km)	
충남 계룡		
전북 익산	롯데마트 익산(0.07km), 이마트 익산(5.2km)	
김제		
전남 목포	이마트 목포(3.4km)	
순천 풍덕	이마트 순천(0.5km), 홈플러스 순천(3.2km)	27년 폐점 예정
경산	이마트 스타필드마켓 경산(2.5km)	
포항	이마트 포항이동(3.4km), 롯데마트 포항(4.1km)	
포항죽도	이마트 포항이동(4.0km), 롯데마트 포항(5.8km)	
구미	이마트 구미(1km), 롯데마트 구미(1.6km)	
밀양		
진주	롯데마트 진주(3.4km), 이마트 진주(5.3km)	
삼천포	이마트 사천(1.9km)	
마산	롯데마트 양덕(0.2km), 이마트 마산(3.8km)	
진해	롯데마트 진해(1.1km)	27년 매각 예정
김해	이마트 김해(1.6km), 롯데마트 김해(2.9km)	

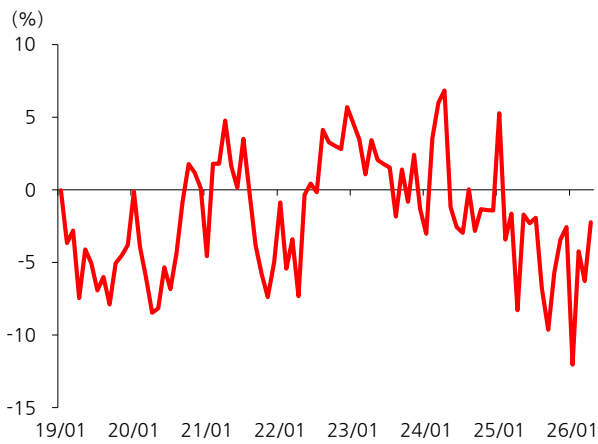
자료: 한화투자증권 리서치센터

>> 경쟁사 반사수혜 하반기부터 본격화될 것

홈플러스 이탈 수요
하반기 본격적으로 경쟁사에
유입 전망

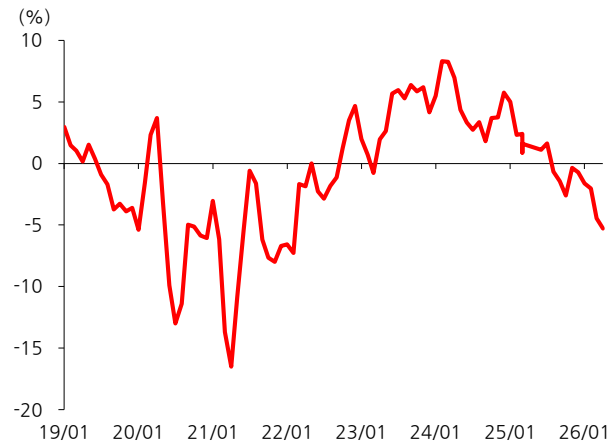
의문스러운 점이 있다. 산자부 데이터에서 3월 대형마트 매출은 -15% YoY 감소했다. 점당 매출액도 -11.3% YoY에 불과했다. 휴일 수 하루 부족을 감안하더라도 -10% 초반 역성장을 기록한 것이다. 홈플러스의 영향이다. 홈플러스의 매출이 약 30% 이상 감소한 것으로 추정된다. 그런데 문제는 홈플러스의 수요가 경쟁사 대형마트인 이마트와 롯데마트로 흡수가 되었다면, 역성장 폭은 최소 -HSD% 내에서 방어되어야겠다. 그렇다고 또 다른 그로서리 채널인 SSM의 매출(-8.6% YoY)이 반등한 것도 아니며, 온라인 식품 매출액 성장률(+10.6% YoY)이 특이성을 보이지도 않았다.

[그림44] 대형마트 매출 증감률(YoY) 3MMA 추이



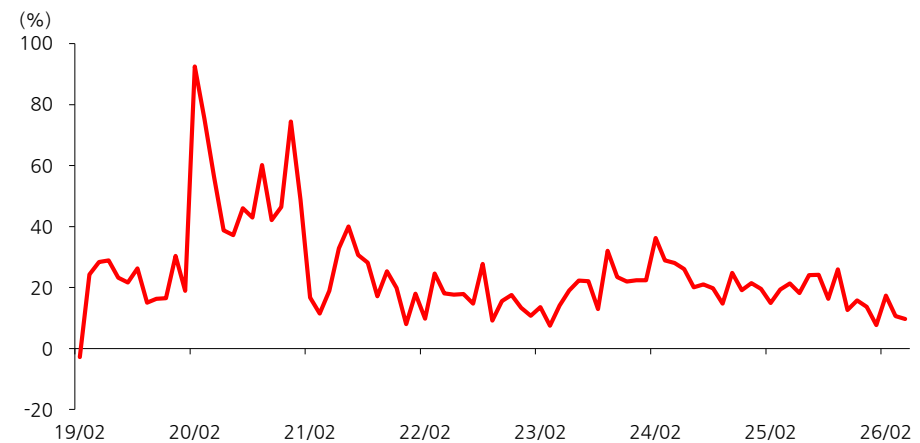
자료: 산업통상부, 한화투자증권 리서치센터

[그림45] SSM 매출 증감률(YoY) 3MMA 추이



자료: 산업통상부, 한화투자증권 리서치센터

[그림46] 온라인 유통 식품 매출 증감률(YoY) 추이



자료: 산업통상부, 한화투자증권 리서치센터

홈플러스에서 이탈한 소비자 수요가 어디로도 명확히 흡수되고 있지 않음을 알 수 있다. 단일 채널로 집중되기 보다는 아직까지는 여러 채널로 분산되고 있는 것이다. 결국 시간이 필요해보인다.

당사는 동일한 그로서리 유통 채널이라도 그 수요의 목적성이 대형마트/SSM/온라인 그로서리별로 다르다고 판단하고 있기 때문에 대형마트의 수요는 대형마트로 이동한다고 판단하고 있다. 하반기부터 점진적으로 홈플러스의 구조조정 효과가 경쟁사의 매출 성장으로 증명될 것이라 전망한다.

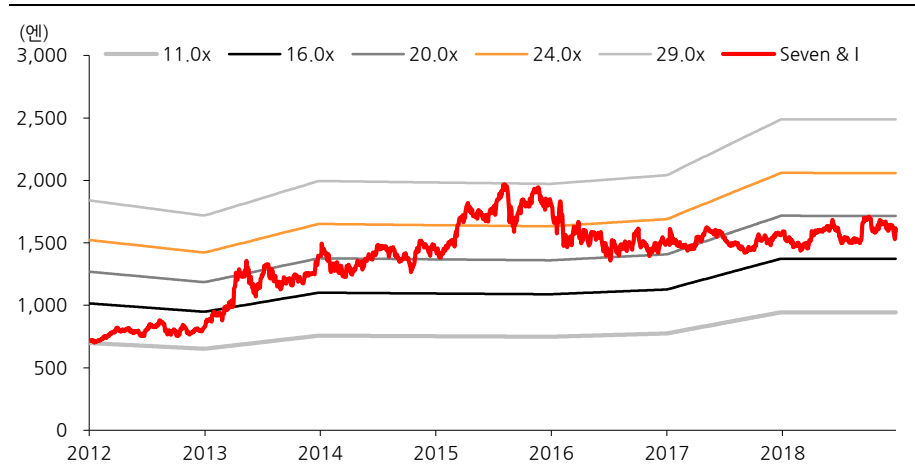
실제 4월 산자부 데이터부터는 서서히 변곡점이 만들어지고 있다는 것을 보여주고 있다 판단된다. 휴일 수 차이가 있긴 하나, 홈플러스 매출 감소는 3월과 4월 크게 다르지 않았을 것이라 판단된다. 그런데 대형마트 점당 매출액은 -1.6% YoY 하락에 그쳤다. 홈플러스의 이탈 수요가 경쟁사 대형마트로 이동하기 시작했음을 보여준다. 동기간 SSM 과 온라인 식품 성장률은 각각 -6.9% YoY, +9.7% YoY를 기록해 추세와는 다른 특이 사항이 목격되지 않았다. 대형마트의 수요가 온전히 대형마트로 이동하고 있음을 역시 확인할 수 있다.

3. 편의점 - 질적 성장세로 인한 영업레버리지 지속

>> 증명되고 있는 레버리지 효과

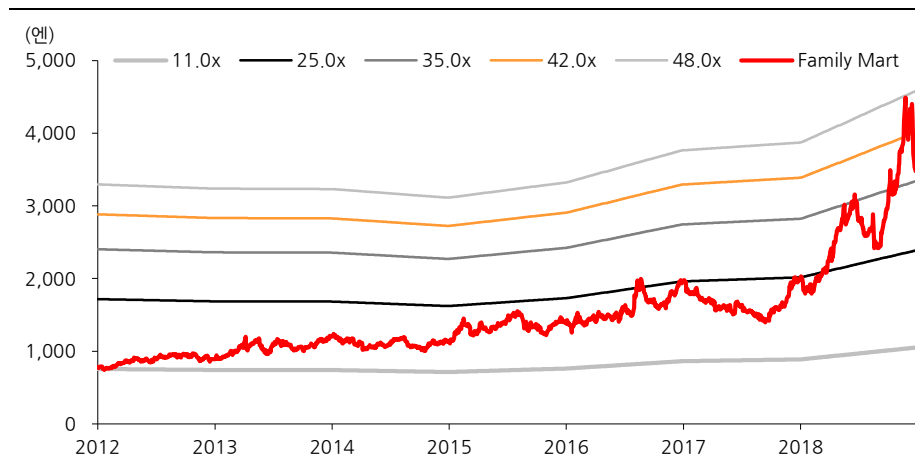
10년 전 일본 편의점의 주가는 밸류에이션의 리레이팅을 경험한 바 있다. 상위권 사업 자로의 업계 재편이 진행되면서 영업 레버리지 효과가 나타났기 때문이다. 업계 재편의 주요 내용은 양적 성장에서 질적 성장 기조로의 변화에 따른 기존 점포 효율 개선 및 점포 출점 둔화에 따른 CAPEX 감소, 업계 내 점주 보조금 집행 규모 감소 등에 따라 수익성 개선이 나타난다.

[그림47] Seven&I Holdings P/E 밴드



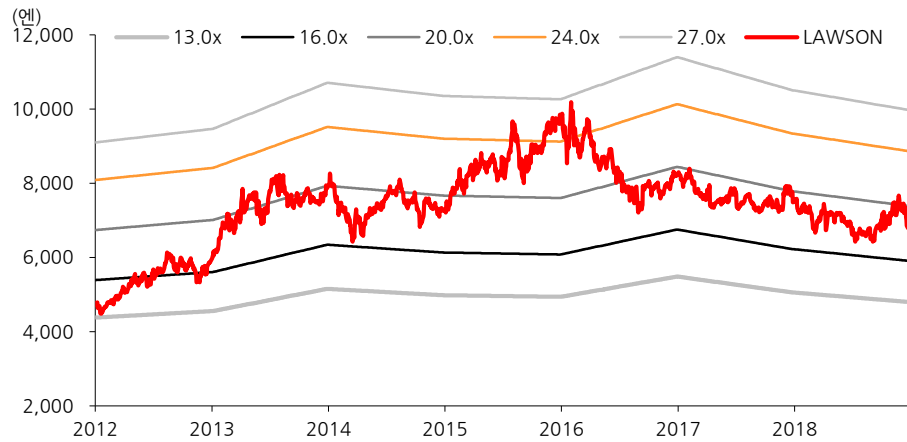
자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

[그림48] Familymart P/E 밴드



자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

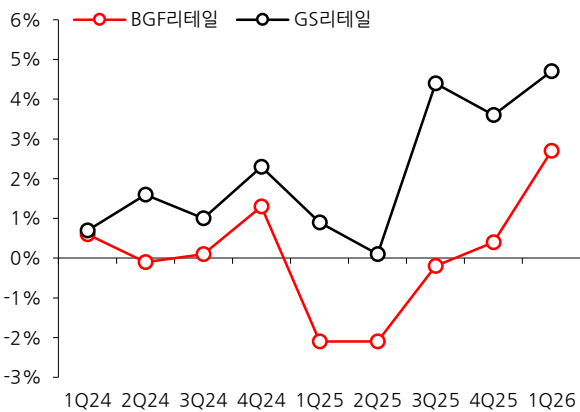
[그림49] Lawson P/E 밴드



자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

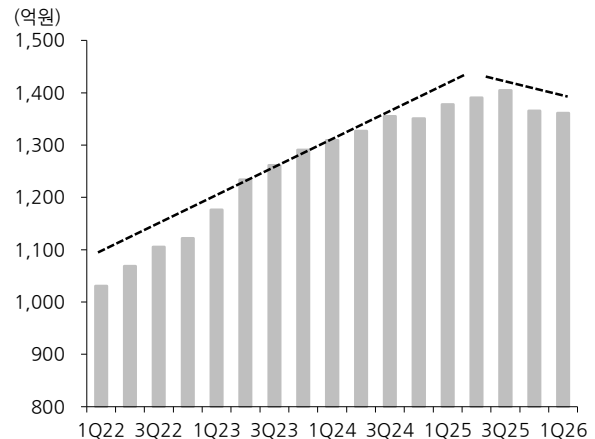
10년 후 우리나라 편의점 역시 일본이 겪었던 업계 재편 효과를 동일하게 견고 있다. 최근 나타난 내수 소비 회복과 업계 재편의 효과로 기존점 성장률이 반등하고 있으며, 점포 출점 관련 CAPEX 감소로 상각비 등 고정비 둔화가 나타나고 있다. 이에 BGF리테일은 1분기 영업이익이 +68.6% YoY 증가하였으며, GS리테일의 편의점 영업이익은 +23.8% YoY 증가하는 모습이였다.

[그림50] BGF 리테일, GS 리테일 편의점 기준점 성장률 추이



자료: 각 사, 한화투자증권 리서치센터

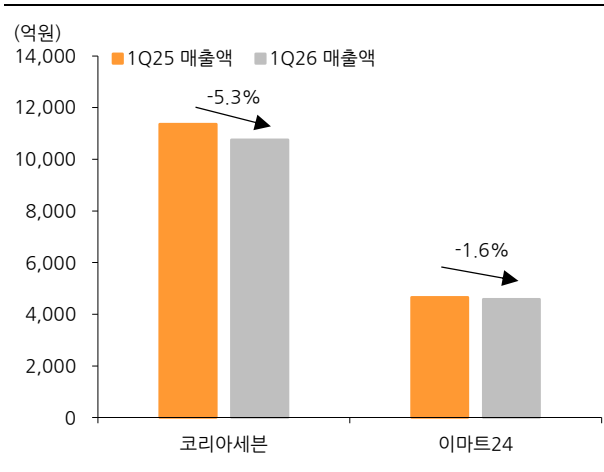
[그림51] BGF 리테일 임대료 + 상각비 추이



자료: BGF리테일, 한화투자증권 리서치센터

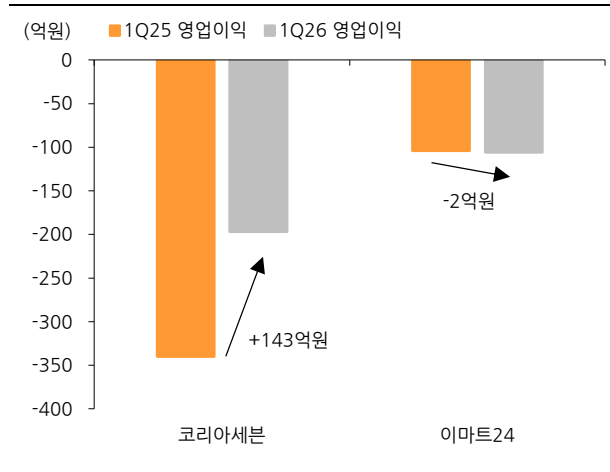
하위권 사업자인 코리아세븐은 1Q26 매출액 10,758억원(-5.3% YoY), 영업이익자 -197억원(+143억원 YoY)을 기록했다. 이마트24는 1Q26 매출액 4,583억원(-1.6% YoY), 영업이익자 -106억원(-2억원 YoY)를 기록했다. 코리아세븐의 경우, 구조조정을 통해 수익성 개선이 나타나고 있지만, 아직까지 흑자전환이 요원한 상황이다. 하위권 사업자 중심의 점포 구조조정은 당분간 지속될 것으로 전망된다. 최근에는 구조조정이 편의점뿐만 아니라 무인 편의점, 저가 커피점 등 자영업자 등으로 확장되고 있다고 밝히고 있다. 이 역시 상위권 편의점에는 희소식이다.

[그림52] 코리아세븐, 이마트 24 매출액 변화



자료: 각 사, 한화투자증권 리서치센터

[그림53] 코리아세븐, 이마트 24 영업이익 변화



자료: 각 사, 한화투자증권 리서치센터

4. 면세점 - 관건은 외형 성장

>> 수익성 개선은 확인, 이제 관건은 외형성장

추가 실적 상향을 위해선
외형성장 필요

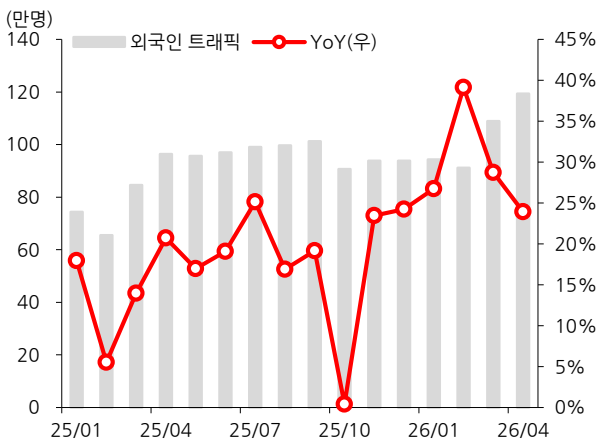
호텔신라와 신세계의 면세사업 영업이익은 각각 122억원(흑전 YoY), 106억원(흑전 YoY)을 기록하며 인천공항 임차료 감면 종료에 따른 고정비 부담 증가에도 수익성이 개선되며 호실적을 기록했다. 시내점 중심의 수익성 개선이 나타났는데, 타이공항 할인율이 감소하면서 나타난 변화였다. 2분기부터는 양사 모두 인천공항 DF1, 2에서 철수하면서 추가 수익성 개선이 나타날 수 있을 전망이다.

수익성 개선은 확인했다. 이제 관건은 외형 성장세까지 확인할 수 있는냐는 것이다. 외형 성장이 담보되지 않은 채 수익성 개선만 나타난다면, 실적 전망치의 추가 상향 가능성은 제한적이다. 백화점 대비 열세로 면세점 밸류에이션에 대한 고민이 본격화될 수밖에 없는 시점이다.

지금까지 면세점의 외형 성장이 부진했던 원인은 결국 타이공 매출 감소였다. FIT 등 관광객 수요 증가에도 불구하고 타이공항 매출이 감소하는 것을 상쇄하지 못했기 때문이다.

분명한 것은 면세점 역시 인바운드 성장의 수혜 채널이라는 것이다. 면세점의 외국인 트래픽은 지속 성장하는 것을 확인할 수 있다. 기대보다 더딘 것이 사실이나, 중국의 한국행 단체관광 여행 허용 이후 단체관광객의 관광객 중 비중도 늘어나고 있다. 최근 중국 소비 개선 시그널이 나타나면서 타이공항 매출도 충분히 반등할 수 있는 시기라 판단된다. 추세적인 외형 성장이 나타난다면, 그간 소외되었던 면세점의 주가 반등이 본격화될 수 있을 전망이다.

[그림54] 면세점 외국인 트래픽 및 성장률 추이



자료: 한국면세점협회, 한화투자증권 리서치센터

[그림55] 단체관광객 비중 추이



자료: 관광지식정보시스템, 한화투자증권 리서치센터

V. 의류업종 하반기 전망

하나의 관통하는 아이디어, 중국 소비 회복

>> 살아나고 있는 중국 소비

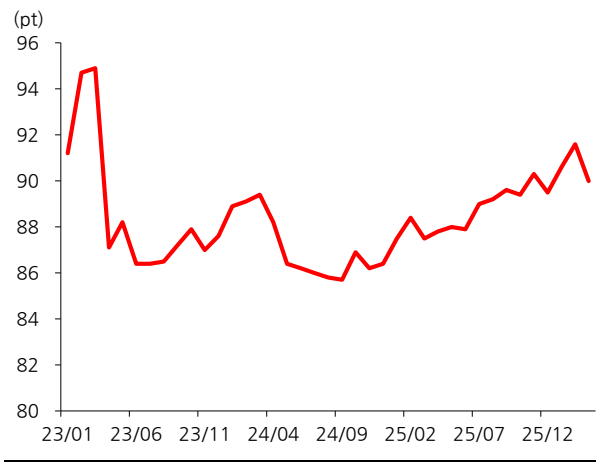
소득 효과, 자산 효과 등에 따른 내수 소비 성장에 대해선 앞서 백화점 하반기 전망에서 다룬 것으로 같음하겠다. 백화점의 실적 호조에 따른 내수 의류 소비 강세는 하반기에도 지속될 것이다. 그 외에 우리가 주목할 것이 있다면 중국의 소비 회복이다.

주요 글로벌 소비재 기업들이 최근 실적 발표를 통해 공통적으로 ‘중국의 회복’이 확인되고 있음을 강조하였다. 국내 의류업체의 실적을 통해서도 확인되는 데, F&F의 중국법인 성장률은 1Q26 +17% YoY을 기록했으며, 미스토홀딩스의 DSF 매출 역시 +21% YoY 성장했다.

실제 장기간 부진했던 중국의 소비자심리지수는 바닥을 통과하고 있는 상황이며, 최근 나타나고 있는 위안화의 강세는 중국인들의 구매력 상승을 자극하고 있다. 여기에 중국 정부는 이구환신으로 대표되는 내구재 소비 부양 정책에서 외부활동을 유도하며 자연스럽게 의류 소비와 외식 소비 등 준내구재/비내구재 소비가 늘어날 수 있는 정책으로 전환하고 있는 상황이다. 이 같은 환경에서 중국의 의류 소비 성장률도 반등하고 있다.

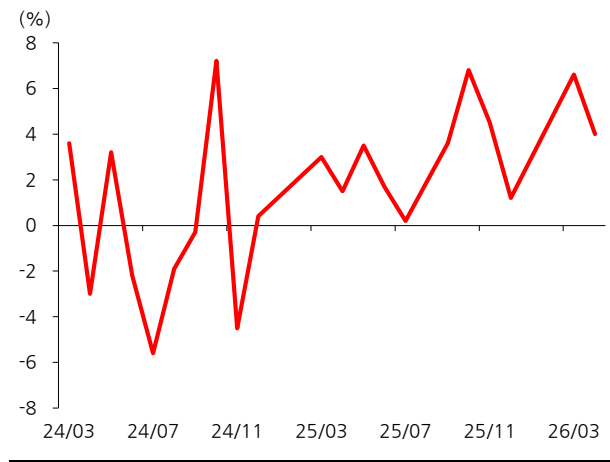
의류업종 내에서 대형주인 F&F, 미스토홀딩스, 영원무역 모두 중국 소비 회복의 수혜가 예상된다. F&F는 중국법인 외형 성장세가 이어질 수 있겠으며, 미스토홀딩스의 DSF 매출 호조뿐만 아니라 최근 핵심 성장동력으로 삼은 중화권 유통 사업의 확장에 힘이 실릴 수 있다. 영원무역의 상위 바이어인 Amer Sports는 주요 브랜드인 아크테릭스의 견조한 브랜드력을 바탕으로 전 지역에서 두 자릿 수 성장을 보이고 있는 데, 특히 중국에서 +40% YoY 이상의 성장을 지속하고 있다. 영원무역의 1Q26 기준 아크테릭스향 매출은 +68% YoY 성장하면서 매출비중이 20% 수준까지 확대되었다. 중국 아웃도어 시장 성장에 따른 아크테릭스의 강세는 영원무역의 오더 증가로 자연스럽게 연결될 수 있겠다.

[그림56] 중국 소비자심리지수 추이



자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

[그림57] 중국 의류 소비성장률 추이



자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

[표7] 중국 소비 진작 특별 행동 방안 주요 내용 (2025년 3월 16일 발표)

점포	인근 점포
도시·농촌 주민 소득 증대	임금 소득 증가 촉진: 중소기업 및 기초 산업 일자리 지원, 최저임금 조정 재산소득 증대 지원: 금융시장 안정화, 장기투자 활성화, 개인 투자 채널 확대 농촌 주민 소득 증가: 농업 생산 지원, 친환경 농산물 소비 촉진, 농촌 경제 활성화 미지급 채무 해결: 중소기업 채무 상환 촉진, 정부 차원의 감시 강화
소비 역량 지원 보장	출산·육아 지원 강화: 육아 보조금 제도 도입, 의료보험 적용 확대 교육 지원 확대: 학생 지원 확대, 학자금 대출 이자 감면, 고등교육 강화 등 의료 및 연금 강화: 연금 및 의료 보험 확충, 기본 연금 인상 취약계층 생활 보장: 실업 지원 강화, 저소득층 지원 확대
서비스 소비 품질 개선	고령층·아동 서비스 개선: 노인 돌봄 서비스 확대, 유아 보육 시설 개선 생활 서비스 소비 촉진: 외식·가사서비스 산업 발전 지원 문화·체육·관광 소비 활성화: 관광, 스포츠, 공연산업 지원 확대 동계 스포츠 소비 촉진: 스키·빙상 관광 개발, 동계 스포츠 행사 확대 외국인 관광 소비 확대: 비자 정책 완화, 면세점 확대, 쇼핑 편의 개선 서비스업 개방 확대: 의료, 교육, 문화 서비스 개방 및 수입 활성화
대형 소비품 교체·업그레이드	노후 소비재 교체 지원: 자동차, 가전제품, 휴대폰 등 친환경 제품 교체 지원 주택 소비 활성화: 주택 개보수 지원, 주거 안정 정책 시행 자동차 소비 연계 산업 활성화: 자동차 개조, 렌탈, 중고차 시장 육성
소비 품질 향상	소비 브랜드 강화: 전통 문화 제품 개발, 브랜드 가치 제고 신형 소비 촉진: 디지털 소비 확대, 'A+ 소비' 활성화를 추진하고, 자율주행, 스마트 웨어러블, 로봇 등 신기술 기반 소비 시장을 육성 내수·외수 통합 촉진: 무역 상품 내수 시장 유입 지원
소비 환경 개선	근로자 휴식 보장: 연차휴가 제도 엄격한 시행, 근로자 권익 보호 강화 소비 환경 개선: 소비자 보호 및 제품 품질 관리 강화 도시·농촌 소비 인프라 개선: 물류 시스템 및 상업 시설 확충
소비 제한 조치 개선	소비 제한 조치 완화: 비합리적 소비 규제 철폐 기업 환경 개선: 시장 진입 장벽 철폐, 영업환경 최적화
소비 정책 지원 강화	소비 촉진 정책 연계 강화: 거시경제 정책과 소비 정책의 조화 투자 확대 통한 소비 진작: 공공 인프라 및 서비스 산업 투자 증가 재정 정책을 통한 소비 촉진: 세제 지원, 금융 지원 확대 신용 대출 지원 강화: 소비자 대출 확대, 금융기관 대출 지원 소비 보조 지원 확대: 소비 지원 기금 조성, 지역별 보조 정책 추진

자료: KOSTEC, 한화투자증권 리서치센터

VI. 투자전략

유통/의류업종에 Positive 의견을 유지하며, 유통업종을 의류업종보다 선호한다.

하반기에도 백화점을 중심으로 포트폴리오를 구성할 것을 추천한다. 백화점의 성장이 구조적이라 판단하고 있기 때문이다. 내수 소비는 자산 효과에 더해 기업 실적과 강하게 연결된 소득 증가에 따라, 인바운드 소비는 글로벌 럭셔리 기업들의 한국에 대한 관심과 한일령이라는 이벤트, 중국인의 구매력 반등 등에 힘입어 구조적으로 성장 중에 있다.

유통업종 최선호주로는 롯데쇼핑을 제시한다. 백화점 주요 점포 입지에 따른 차별화된 외국인 인바운드 매출 성장 및 강한 영업 레버리지 효과로 경쟁사를 압도하는 영업이익 성장이 기대되기 때문이다. 하반기에는 홈플러스 구조조정에 따른 소비자 수요 이동이 본격화되면서 홈플러스 반사이익도 할인점의 매출 성장도 본격화될 것으로 전망한다. 상반기에 보여준 주가 강세가 하반기에도 지속되겠다.

의류업종의 최선호주는 미스토홀딩스이다. 중국 소비 반등에 주목해야한다는 판단인데, 26년 매출 감소를 우려했던 중화권 유통 사업이 1Q26 실적을 통해 견조함을 확인했다. 하반기부터는 삼성물산의 준지(Junn.j)를 시작으로 브랜드 포트폴리오 보강이 본격화될 전망이다. 무엇보다 K인디브랜드가 아닌 대기업의 브랜드가 미스토홀딩스와의 파트너십을 꾀했다는 것이 미스토홀딩스의 중화권 유통 사업에 차별화된 강점이 있음을 가늠케 한다. 상반기 중화권 유통사업 역성장 우려에 따라 주가가 하락했는 데, 이제는 되돌림될 시점이라 판단한다.

[표8] 섹터 커버리지 밸류에이션

분류	기업	시가총액 (억원)	추가		P/E(배)		P/B(배)		EV/EBITDA(배)		ROE(%)	
					26E	27E	26E	27E	26E	27E	26E	27E
유통	이마트 (139480)	24,036	목표주가(원)	130,000	11.2	6.5	0.2	0.2	5.9	5.4	1.9	3.2
			현재주가(원)	87,100								
	롯데쇼핑 (023530)	42,801	목표주가(원)	280,000	8.1	7.3	0.3	0.3	7.9	7.3	3.4	3.7
			현재주가(원)	151,300								
	신세계 (004170)	49,209	목표주가(원)	660,000	11.0	9.9	1.0	1.0	6.5	5.7	9.0	9.1
			현재주가(원)	521,000								
	현대백화점 (069960)	23,549	목표주가(원)	160,000	7.5	6.5	0.5	0.5	5.1	4.2	6.7	7.3
			현재주가(원)	109,200								
호텔신라 (008770)	21,704	목표주가(원)	98,000	16.3	11.7	1.8	1.6	8.7	6.9	10.8	13.3	
		현재주가(원)	55,300									
BGF리테일 (282330)	21,380	목표주가(원)	190,000	10.2	8.8	1.5	1.3	3.6	3.3	15.2	15.8	
		현재주가(원)	123,700									
GS리테일 (007070)	21,194	목표주가(원)	32,000	9.0	8.8	0.6	0.6	3.9	3.7	7.0	6.8	
		현재주가(원)	25,350									
코웨이 (021240)	65,389	목표주가(원)	150,000	9.0	8.0	1.6	1.4	5.0	4.8	18.6	18.1	
		현재주가(원)	92,400									
의류	미스트홀딩스 (081660)	20,308	목표주가(원)	68,000	6.8	5.5	1.0	0.9	3.8	3.2	12.8	14.7
			현재주가(원)	38,250								
	신세계인터내셔널 (031430)	4,846	목표주가(원)	15,000	14.6	11.5	0.6	0.6	8.5	7.7	3.9	4.8
			현재주가(원)	13,850								
	F&F (383220)	28,041	목표주가(원)	105,000	5.7	6.6	1.2	1.1	4.0	3.4	23.2	17.4
			현재주가(원)	73,200								
한섬 (020000)	5,112	목표주가(원)	37,000	6.6	6.1	0.4	0.3	3.2	2.8	5.3	5.5	
		현재주가(원)	23,800									
한세실업 (105630)	3,676	목표주가(원)	12,000	6.9	4.4	0.5	0.4	4.0	3.1	7.0	10.4	
		현재주가(원)	9,190									
영원무역 (111770)	36,247	목표주가(원)	130,000	6.1	6.2	0.8	0.7	2.9	1.9	13.2	11.7	
		현재주가(원)	81,800									

주: 5월 28일 종가, 당사 추정치 기준

자료: Quantwise, 한화투자증권 리서치센터

2026 하반기전망

유통/의류 (Positive)

어찌다보니 또 백화점만 길게 쓴 유통/의류 하반기 전망

VII.

기업분석

롯데쇼핑 (023530)

롯데쇼핑 (023530)

Just Buy it

▶ Analyst 이진협 jinhyeob.lee@hanwha.com 3772-7638

Buy (유지)

목표주가(상향): 280,000원

현재 주가(5/28)	151,300원
상승여력	▲ 85.1%
시가총액	42,801억원
발행주식수	28,289천주
52 주 최고가 / 최저가	175,700 / 64,100원
90 일 일평균 거래대금	183.43억원
외국인 지분율	10.3%

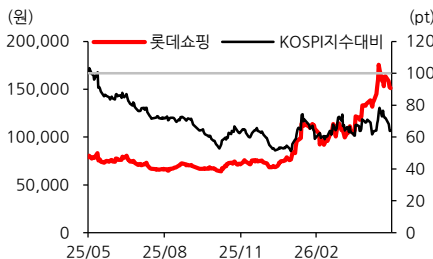
주주 구성	
롯데지주 (외 26 인)	60.1%
국민연금공단	10.7%
자사주	0.1%

주가수익률(%)	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	14.1	40.5	111.6	96.2
상대수익률(KOSPI)	-9.2	9.4	3.2	-110.3

(단위: 십억 원, 원, %, 배)

재무정보	2024	2025	2026E	2027E
매출액	13,987	13,738	14,186	14,592
영업이익	473	547	877	942
EBITDA	1,589	1,603	1,924	1,976
지배주주순이익	-968	52	531	589
EPS	-34,219	1,822	18,771	20,846
순차입금	11,862	11,413	10,857	10,139
PER	-4.4	83.0	8.1	7.3
PBR	0.3	0.3	0.3	0.3
EV/EBITDA	10.2	9.8	7.9	7.3
배당수익률	2.5	2.6	4.3	4.6
ROE	-7.7	0.3	3.4	3.7

주가 추이



하반기에도 지속될 백화점 강세

내수 소비 강세 및 인바운드 호조로 백화점의 기존점성장률은 하반기에도 두자릿 수 이상을 기록할 전망이다. 내수 소비의 경우, 기저가 높아지는 것은 사실이나, 최근 기업 실적과 근로자의 소득이 강하게 연결되면서 기대 소득에 대한 자산 효과가 지난해 대비 크게 높아진 기업 실적 전망치에 따라 더욱 커질 수 있기 때문에 성장이 지속될 가능성이 높다. 외국인 인바운드 호조도 지속될 것이다. 4월 기준 동사의 백화점 외국인 매출 비중은 7% 수준이다. 외국인 매출 비중이 하반기 중 두 자릿 수 달성 시, 외국인 매출이 백화점 기존점성장률에 미치는 기여분은 1Q26 3%p 내외에서 하반기 HSD%p로 높아질 전망이다. 한일령 이후 외국인 인바운드 트래픽 호조에 더해 최근 중국 소비 회복, 위안화 강세 등으로 중국인 구매력이 높아지고 있다는 점이 긍정적이다. 동사의 1Q26 국내 백화점 영업이익의 성장은 +44% YoY를 기록했다. 경쟁사 대비 강한 영업 레버리지 효과가 나타나고 있는 것이다.

하반기 대형마트 반사이익도 본격화될 전망

하반기 대형마트에 대한 주목도 필요하다. 홈플러스의 구조조정 강도는 강화되고 있다. 홈플러스는 지난해 하반기부터 올해 4월까지 22개 점포를 폐점했으며, 5월부터는 37개 점포를 영업 중단하였다. 상반기까지는 홈플러스 이탈 수요가 특정 업체로 유의미하게 흡수되지 못했지만, 시간을 두고 점진적으로 경쟁사 대형마트로 흡수될 것이라 전망한다. 수요의 목적성의 차이로 대형마트의 수요는 대형마트로 이동할 공산이 높다고 판단되기 때문이다. 따라서 동사의 대형마트 사업의 외형 성장도 하반기부터 본격화될 전망이다.

투자의견 BUY 유지, 목표주가 28만원 상향

롯데쇼핑에 대해 투자의견 BUY를 유지하며, 목표주가는 목표 P/B 0.5 배로 상향하여, 28만원으로 상향한다. 목표 P/B 0.5배는 과거 12MF ROE 3.4%에서 기록한 평균 수준이며, P/E 환산 시 15배 수준에 해당한다. 당사 유통업종 최선호주 의견 유지한다.

[표9] 롯데쇼핑 실적 테이블

(단위: 십억 원)

	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26E	3Q26E	4Q26E	2025	2026E	2027E
매출액	3,457	3,350	3,410	3,522	3,582	3,444	3,515	3,646	13,738	14,186	14,592
YoY	-1.6%	-2.3%	-4.4%	1.3%	3.6%	2.8%	3.1%	3.5%	-1.8%	3.3%	2.9%
백화점	806	816	765	953	872	904	823	1,031	3,339	3,630	3,742
국내 백화점	775	786	734	917	837	870	791	993	3,213	3,491	3,596
할인점	1,487	1,295	1,334	1,355	1,526	1,358	1,396	1,422	5,471	5,702	5,972
국내 할인점	1,018	946	990	971	1,041	988	1,030	1,010	3,925	4,068	4,170
하이마트	553	620	671	524	517	564	653	524	2,369	2,258	2,283
수퍼	317	320	326	311	317	297	305	293	1,274	1,212	1,204
홈쇼핑	228	231	211	232	232	233	213	235	902	914	923
컬처웍스	86	92	128	128	125	101	141	141	434	508	502
기타	-13	-14	-16	-1	-3	-14	-16	-1	-44	-34	-34
영업이익	148	41	131	228	253	133	181	310	547	876.7	942
YoY	29.0%	-27.6%	-15.8%	54.7%	70.6%	227.7%	38.4%	36.2%	15.6%	60.3%	7.5%
백화점	130	65	83	226	191	135	139	307	504	772	798
국내 백화점	128	63	80	220	184	128	132	297	491	740	764
할인점	28	-39	12	-8	34	-26	11	1	-7	20	38
국내 할인점	7	-48	2	-18	9	-37	0	-11	-57	-39	-32
하이마트	-11	11	19	-9	-15	11	8	-10	10	-5	-2
수퍼	3	3	5	-3	2	2	5	-3	8	5	10
홈쇼핑	12	12	10	10	26	19	10	18	45	73	83
컬처웍스	-10	-6	8	-2	8	-6	10	-1	-11	12	15
기타	-4	-5	-7	13	6	-2	-2	-2	-2	0	0
영업이익률	4.3%	1.2%	3.8%	6.5%	7.1%	3.9%	5.1%	8.5%	4.0%	6.2%	6.5%
백화점	16.1%	8.0%	10.9%	23.7%	21.9%	14.9%	16.8%	29.8%	15.1%	21.3%	21.3%
국내 백화점	16.5%	8.0%	10.8%	24.0%	21.9%	14.7%	16.6%	29.9%	15.3%	21.2%	21.2%
할인점	1.9%	-3.0%	0.9%	-0.6%	2.2%	-1.9%	0.8%	0.1%	-0.1%	0.3%	0.6%
국내 할인점	0.7%	-5.1%	0.2%	-1.8%	0.8%	-3.7%	0.0%	-1.1%	-1.4%	-1.0%	-0.8%
수퍼	1.0%	0.8%	1.5%	-0.9%	0.7%	0.5%	1.5%	-1.0%	0.6%	0.4%	0.9%

자료: 롯데쇼핑, 한화투자증권 리서치센터

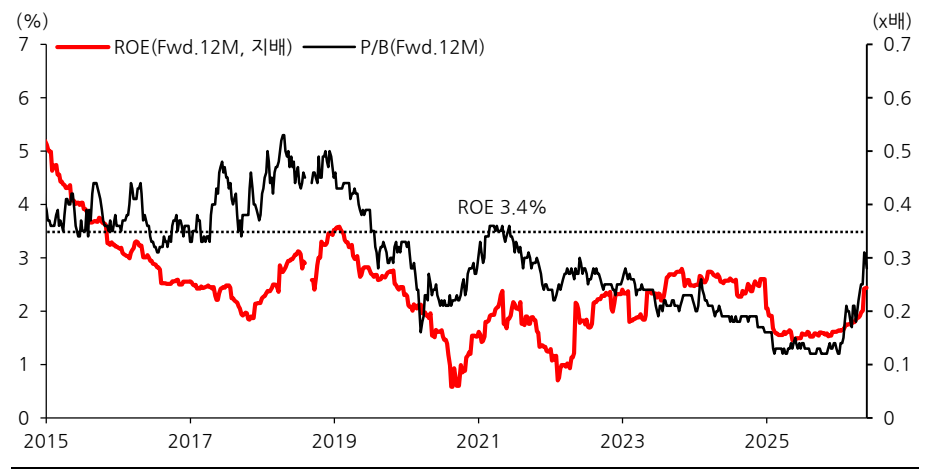
[표10] 롯데쇼핑 P/B 밸류에이션

(단위: 억원, 배, 천주, 원)

	12MF	비고
지배기업 소유주지분	155,535	
Target P/B	0.50	12MF ROE 3.4% 전망
적정 시가총액	77,767	
발행주식수	28,103	
적정주가	276,722	

자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림58] 롯데쇼핑 ROE 와 P/B Band



자료: Quantwise, 한화투자증권 리서치센터

[재무제표]

12월 결산	2023	2024	2025	2026E	2027E
매출액	14,556	13,987	13,738	14,186	14,592
매출총이익	6,775	6,735	6,663	6,815	7,157
영업이익	508	473	547	877	942
EBITDA	1,682	1,589	1,603	1,924	1,976
순이자손익	-413	-455	-437	-397	-387
외화관련손익	-20	-177	12	0	0
지분법손익	89	97	138	226	231
세전계속사업손익	184	-1,021	83	717	786
당기순이익	169	-994	74	546	589
지배주주순이익	174	-968	52	531	589
증가율(%)					
매출액	-5.9	-3.9	-1.8	3.3	2.9
영업이익	31.6	-6.9	15.6	60.3	7.5
EBITDA	4.4	-5.5	0.9	20.0	2.7
순이익	흑전	적전	흑전	642.8	7.9
이익률(%)					
매출총이익률	46.5	48.2	48.5	48.0	49.0
영업이익률	3.5	3.4	4.0	6.2	6.5
EBITDA 이익률	11.6	11.4	11.7	13.6	13.5
세전이익률	1.3	-7.3	0.6	5.1	5.4
순이익률	1.2	-7.1	0.5	3.9	4.0

12월 결산	2023	2024	2025	2026E	2027E
영업현금흐름	1,640	1,588	1,724	1,163	1,391
당기순이익	169	-994	74	546	589
자산상각비	1,174	1,116	1,056	1,048	1,034
운전자본증감	-137	-115	46	-189	-1
매출채권 감소(증가)	-106	55	132	-98	-26
재고자산 감소(증가)	117	-69	20	-79	-53
매입채무 증가(감소)	-24	-8	0	14	105
투자현금흐름	-199	-1,068	-871	-494	-489
유형자산처분(취득)	-723	-880	-623	-680	-680
무형자산 감소(증가)	-46	-21	-46	-40	-40
투자자산 감소(증가)	326	-39	-498	0	0
재무현금흐름	-1,651	-498	-1,742	-313	-384
차입금의 증가(감소)	-967	60	-1,051	-200	-200
자본의 증가(감소)	-150	-143	-195	-113	-184
배당금의 지급	-150	-143	-195	-113	-184
총현금흐름	1,734	1,714	1,695	1,352	1,392
(-)운전자본증가(감소)	-208	398	187	189	1
(-)설비투자	816	906	652	680	680
(+)자산매각	47	5	-18	-40	-40
Free Cash Flow	1,174	415	838	443	671
(-)기타투자	102	-155	-530	-226	-231
잉여현금	1,072	570	1,368	669	902
NOPLAT	468	343	482	668	707
(+) Dep	1,174	1,116	1,056	1,048	1,034
(-)운전자본투자	-208	398	187	189	1
(-)Capex	816	906	652	680	680
OpFCF	1,034	155	699	847	1,059

주: IFRS 연결 기준

12월 결산	2023	2024	2025	2026E	2027E
유동자산	5,564	5,517	5,195	5,754	6,378
현금성자산	2,991	2,963	2,440	2,796	3,314
매출채권	993	724	661	759	785
재고자산	1,269	1,540	1,458	1,537	1,590
비유동자산	25,081	33,486	32,715	32,388	32,074
투자자산	8,915	8,428	7,864	7,864	7,864
유형자산	15,007	24,306	24,063	23,759	23,467
무형자산	1,159	752	788	765	744
자산총계	30,645	39,003	37,910	38,142	38,452
유동부채	10,903	9,836	9,990	9,804	9,709
매입채무	3,355	3,127	3,024	3,038	3,142
유동성이자부채	5,863	5,213	5,352	5,152	4,952
비유동부채	8,905	12,133	11,054	11,054	11,054
비유동이자부채	8,487	9,612	8,500	8,500	8,500
부채총계	19,808	21,969	21,044	20,858	20,763
자본금	141	141	141	141	141
자본잉여금	3,574	3,574	3,574	3,574	3,574
이익잉여금	8,630	7,498	7,441	7,858	8,264
자본조정	-2,852	4,291	4,029	4,029	4,029
자기주식	-4	-4	-4	-4	-4
자본총계	10,836	17,034	16,866	17,284	17,689

12월 결산	2023	2024	2025	2026E	2027E
주당지표					
EPS	6,165	-34,219	1,822	18,771	20,846
BPS	335,593	548,061	536,787	551,548	565,885
DPS	3,800	3,800	4,000	6,500	7,000
CFPS	61,293	60,578	59,905	47,801	49,206
ROA(%)	0.6	-2.8	0.1	1.4	1.5
ROE(%)	1.8	-7.7	0.3	3.4	3.7
ROIC(%)	2.3	1.5	1.8	2.5	2.7
Multiples(x, %)					
PER	12.2	-4.4	83.0	8.1	7.3
PBR	0.2	0.3	0.3	0.3	0.3
PSR	0.1	0.3	0.3	0.3	0.3
PCR	1.2	2.5	2.5	3.2	3.1
EV/EBITDA	8.0	10.2	9.8	7.9	7.3
배당수익률	5.1	2.5	2.6	4.3	4.6
안정성(%)					
부채비율	182.8	129.0	124.8	120.7	117.4
Net debt/Equity	104.8	69.6	67.7	62.8	57.3
Net debt/EBITDA	675.3	746.4	711.9	564.2	513.1
유동비율	51.0	56.1	52.0	58.7	65.7
이자보상배율(배)	0.9	0.8	0.9	1.6	1.7
자산구조(%)					
투하자본	62.9	70.3	71.9	71.1	69.8
현금+투자자산	37.1	29.7	28.1	28.9	30.2
자본구조(%)					
차입금	57.0	46.5	45.1	44.1	43.2
자기자본	43.0	53.5	54.9	55.9	56.8

[Compliance Notice]

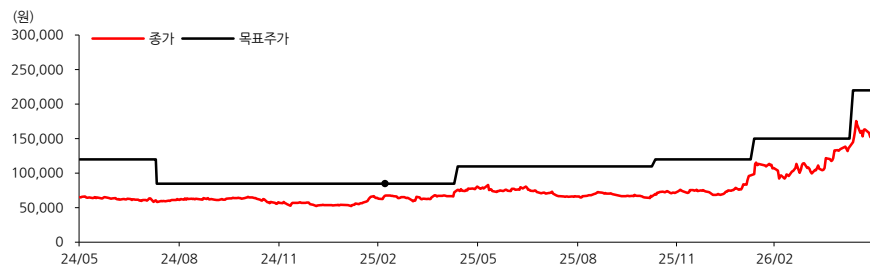
(공표일: 2026년 5월 29일)

이 자료는 조사분석 담당자가 객관적 사실에 근거해 작성하였으며, 타인의 부당한 압력이나 간섭없이 본인의 의견을 정확하게 반영했습니다. 본인은 이 자료에서 다룬 종목과 관련해 공표일 현재 관련 법규상 알려야 할 재산적 이해관계가 없습니다. 본인은 이 자료를 기관투자자 또는 제 3자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다. (이진협)

저희 회사는 공표일 현재 이 자료에서 다룬 종목의 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.

이 자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위해 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로서 저작권이 당사에 있으며 불법 복제 및 배포를 금합니다. 이 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료나 정보출처로부터 얻은 것이지만, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 이 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과와 관련된 법적 책임소지에 대한 증빙으로 사용될 수 없습니다.

[롯데쇼핑 주가와 목표주가 추이]



[투자의견 변동 내역]

일 시	2016.08.12	2024.07.02	2024.08.08	2024.09.20	2024.10.14	2024.10.25
투자의견	투자등급변경	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격		120,000	85,000	85,000	85,000	85,000
일 시	2024.11.01	2024.11.08	2024.11.15	2024.11.19	2024.11.29	2024.12.27
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	85,000	85,000	85,000	85,000	85,000	85,000
일 시	2025.01.15	2025.01.24	2025.02.07	2025.02.20	2025.02.28	2025.03.04
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	85,000	85,000	85,000	85,000	85,000	85,000
일 시	2025.03.25	2025.03.28	2025.04.02	2025.04.09	2025.04.25	2025.05.12
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	85,000	85,000	85,000	85,000	85,000	110,000
일 시	2025.05.21	2025.05.30	2025.06.10	2025.06.27	2025.07.07	2025.07.08
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	110,000	110,000	110,000	110,000	110,000	110,000
일 시	2025.07.25	2025.08.01	2025.08.11	2025.08.29	2025.09.16	2025.09.26
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	110,000	110,000	110,000	110,000	110,000	110,000
일 시	2025.09.29	2025.10.31	2025.11.10	2025.11.19	2025.11.28	2025.12.26
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	110,000	110,000	120,000	120,000	120,000	120,000
일 시	2026.01.06	2026.01.28	2026.01.30	2026.02.09	2026.02.27	2026.03.11
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	120,000	120,000	120,000	150,000	150,000	150,000
일 시	2026.03.27	2026.03.31	2026.04.24	2026.05.11	2026.05.29	
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	
목표가격	150,000	150,000	150,000	220,000	280,000	

[목표주가 변동 내역별 괴리율]

일자	투자의견	목표주가(원)	괴리율(%)	
			평균주가 대비	최고(최저)주가 대비
2024.08.08	Buy	85,000	-28.27	-15.18
2025.05.12	Buy	110,000	-34.82	-24.45
2025.11.10	Buy	120,000	-37.52	-19.17
2026.02.09	Buy	150,000	-25.66	-7.67
2026.05.11	Buy	220,000	-27.85	-20.14
2026.05.29	Buy	280,000		

[종목 투자등급]

당사는 개별 종목에 대해 향후 1년간 +15% 이상의 절대수익률이 기대되는 종목에 대해 Buy(매수) 의견을 제시합니다. 또한 절대수익률 -15~+15%가 예상되는 종목에 대해 Hold(보유) 의견을, -15% 이하가 예상되는 종목에 대해 Sell(매도) 의견을 제시합니다. 밸류에이션 방법 등 절대수익률 산정은 개별 종목을 커버하는 애널리스트의 추정에 따르며, 목표주가 산정이나 투자의견 변경 주기는 종목별로 다릅니다.

[산업 투자의견]

당사는 산업에 대해 향후 1년간 해당 업종의 수익률이 과거 수익률에 비해 양호한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Positive(긍정적) 의견을 제시하고 있습니다. 또한 향후 1년간 수익률이 과거 수익률과 유사한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Neutral(중립적) 의견을, 과거 수익률보다 부진한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Negative(부정적) 의견을 제시하고 있습니다. 산업별 수익률 전망은 해당 산업 내 분석대상 종목들에 대한 담당 애널리스트의 분석과 판단에 따릅니다.

[당사 조사분석자료의 투자등급 부여 비중]

(기준일: 2026년 3월 31일)

투자등급	매수	중립	매도	합계
금융투자상품의 비중	90.7%	9.3%	0.0%	100.0%