



유통 (Positive)

백화점 단기 주가 부진과 대응방안

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

백화점 주가 부진, 자산 효과에 대한 우려 반영 중

7월 들어 백화점 3사의 주가가 부진하다. 상반기 백화점 주가 강세를 이끌던 측은 크게 두 가지였다. 하나는 외국인 매출 강세, 또 다른 하나는 내수 강세였다. 내수 강세를 이끈 측은 또 소득 효과와 자산 효과로 나뉘볼 수 있겠다. 최근 백화점 주가 부진은 후자인 내수 소비에 대한 우려가 반영되고 있는 것으로 판단한다. 특히 증시가 7월 들어 강하게 조정을 받고 있다 보니, 자산 효과가 위축될 것을 시장에서는 경계하고 있는 상황이다. 이 같은 시장의 우려에 불을 지핀 것이 6월 부터 확인된 백화점 패션 성장률 둔화이다. 5월까지의 두 자리 수 성장을 이어오던 패션 카테고리 성장률이 6월부터 한 자리 수 성장률로 둔화되는 것으로 파악되고 있다. 패션 카테고리는 아무래도 중산층 이하 소비자들의 수요를 확인할 수 있는 카테고리이기 때문에 성장률 둔화의 원인이 증시 조정에 따른 자산 효과 위축에 있는 것이 아닌 지 시장은 의심하고 있다.

4분기, 소득 효과가 모멘텀이 되며 백화점 주가 반등 본격화 전망

주식시장이 현재의 흐름이 지속된다는 가정 하에서 자산 효과에 대한 시장 의구심은 쉽게 해소되지 않을 것으로 전망한다. 3분기는 내수 소비에 자산 효과가 미치는 영향이 소득 효과보다 클 수 있다. 때문에 3분기까지는 주식시장의 방향성에 따라 백화점의 주가가 연동되는 모습을 보일 것으로 전망한다.

4분기부터는 백화점 주가의 반등세가 본격화되겠다. 내수 소비에 대한 시장 우려가 약화될 것으로 예상되기 때문이다. 4분기에는 소득 효과가 내수 소비에 미치는 영향이 자산 효과를 압도할 것으로 전망한다. 성과급이 소득의 증가를 이끌고 있는 데, 성과급이 지급되는 시기가 통상적으로 1분기라고 했을 때, 4분기는 내년 1분기에 받게 될 성과급에 대한 기대 자산효과가 커질 수 있는 시기이다. 주식 시장은 흔들리고 있지만, 기업 실적 전망치는 흔들림 없이 우상향 중에 있다. 지난해 대비 나타날 기대 소득에 대한 자산 효과가 확대되는 것은 자명하다.

신동빈 회장, 롯데쇼핑 지분 1.15% 매도 코멘트

단기적으로는 신동빈 회장이 롯데쇼핑 지분 1.15% 매도할 계획을 공시한 것도 백화점 투자심리에 부정적으로 영향을 미치고 있다고 판단된다. 일단 거래개시시점이 26년 8월 21일이라는 점에서 2분기 실적 발표 이후이기기에 2분기 실적에 대한 우려를 가질 필요는 없다고 판단된다. 또한 구체적인 매도 이유에 대해서는 개인 거래이기 때문에 알 수 없으나, 롯데쇼핑의 업황이 급변 거래에 결정 요인은 아니라고 판단한다. 매도 사유에 대해선 시간이 해결해 줄 것이다.

다만 앞으로도 대주주 매도 가능성은 배제할 수 없다고 판단된다. 당사는 지난 3월 ‘패러다임 시프트’라는 제목의 지주회사 분석자료를 발간한 바 있다. 자료에서 당사는 ‘자회사 중심의 자본조달 구조’가 ‘지주회사 중심의 자본조달 구조’로 바뀔 수 있음을 전망했는데, 이 과정에서 지주회사의 Asset Allocation 역할이 강화될 것이라 판단했다. 중복상장 규제의 영향으로 신규 투자가 필요로 한 자회사가 직접 외부 자본을 조달하기는 어려워지기 때문에 지주회사의 자본 재분배를 통한 투자가 불가피하다는 것이다. 롯데쇼핑의 대주주인 롯데지주 역시 마찬가지이다. 롯데바이오로직스 등 신 사업 투

자가 지속 필요한 상황에서 최후의 수단이었으나, 보유 자회사 지분 매각 가능성도 배제하기 어려울 수 있다. 이 때문에 만에 하나 지분 매각이 나오더라도 이를 자회사의 업황과 연결해 해석하기보다는 지주사의 Asset Allocation 과정에서 나타나는 변화라고 해석하는 것이 더 적절할 것이다.

당사는 롯데쇼핑의 대주주 지분 매각이 단기간 투자심리의 훼손을 이룰 수 있으나, 마냥 부정적일 필요는 없다고 판단한다. 대주주가 필요 이상의 지분을 보유함으로써 유통 시가총액의 축소가 주가 변동성을 키웠기 때문에 중장기적으로 이를 해소할 수 있는 방안이 될 수 있다고 생각하기 때문이다.

장내매도 방식에 대해선 고민이 필요하다. 유통 거래량이 적은 상황에서 단기적 수급 우려가 불가피하기 때문이다. 시간 외 대량매매 방식으로 처리하는 것이 필요하다.

장기적으로 백화점의 구조적 성장 지속

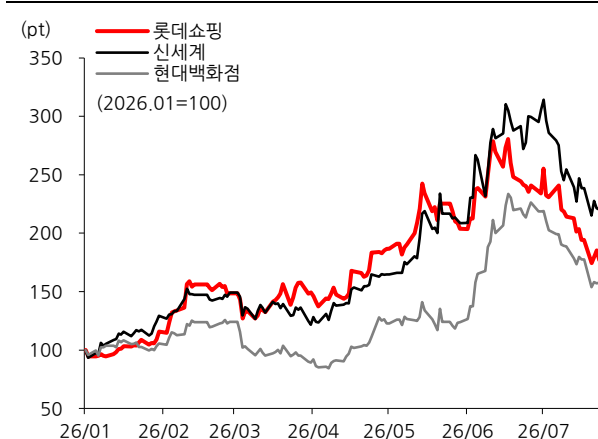
지금까지의 논의는 단기적인 백화점 주가 흐름에 대한 코멘트였다. 중장기적으로는 여전히 백화점의 주가 리레이팅 흐름이 이어질 공산이 높다고 판단한다. 구조적인 외국인 매출 성장과 내국인 소득 증가에 따른 내수 소비 규모 확대가 이어질 것으로 전망하기 때문이다. 소득이 일부 IT업체 중심으로 증가하고 있는 것은 사실이나, 그 트리거로 인해 전방위적으로 확산되는 경로로 이어질 수 있을 것이며, 구조적 소득 증가 흐름이 나타날 것으로 전망한다. 한국은행에서도 지난 6월이 같은 의견을 개진한 바 있다.

자산 효과는 이 구조적 흐름에 플러스 알파로 봐야 한다. 방향성을 전망하기도 사실상 불가능하기 때문이다. 보다 자세한 내용은 유통업종 하반기 전망 - ‘어쩌다보니 또 백화점만 길게 쓴 유통/의류 하반기 전망’ 자료를 참고하기 바란다.

우리나라 백화점 3사의 P/E는 컨센서스 기준 평균 10배까지 조정을 받았다. 반면 일본 백화점의 밸류에이션은 견조하다. 대표적인 Isetan Mitsukoshi의 P/E는 현재 20배로 견조하다. 우리나라 증시 대비 조정 폭이 크진 않았지만, 일본 증시 역시 조정을 받았다는 점을 감안하면 억울한 감이 있다. 내수와 인바운드 모두 일본 백화점보다 우리나라 백화점의 강세 요인이 더 크기 때문이다.

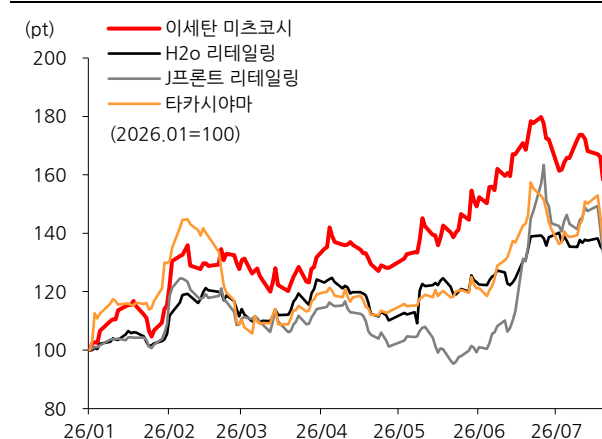
백화점 중심의 유통업종 비중 확대 의견을 유지한다. 최선희주는 대형마트 모멘텀까지 확대되고 있는 롯데쇼핑이다. 대형마트에 대해선 추후 유통업종 매출동향 자료로 추가 코멘트를 할 수 있도록 하겠다.

[그림1] 국내 백화점 3사 주가 추이



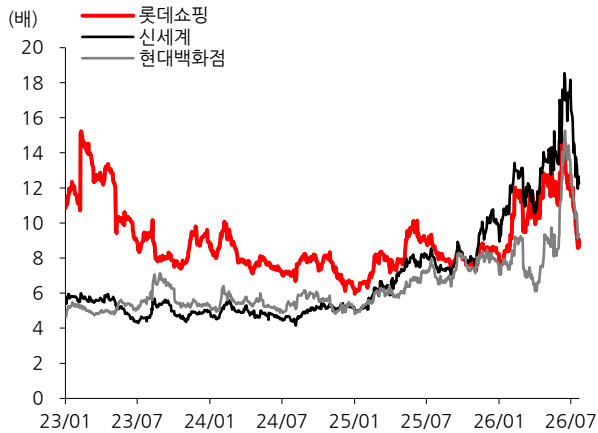
자료: QuantWise, 한화투자증권 리서치센터

[그림2] 일본 백화점 4사 주가 추이



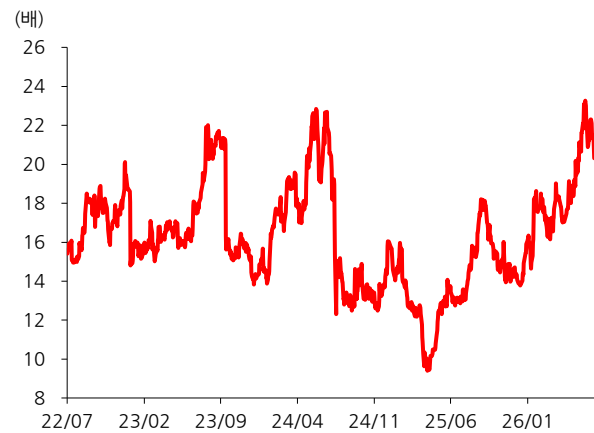
자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

[그림3] 국내 백화점 3사 12MF P/E 추이



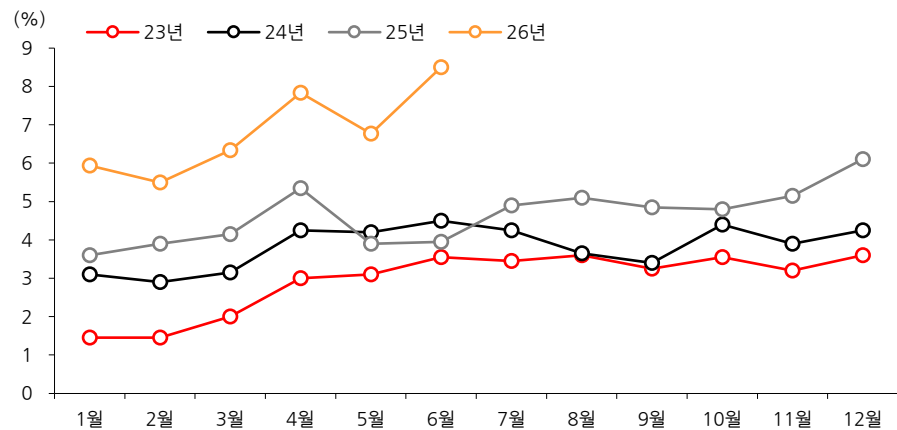
자료: QuantWise, 한화투자증권 리서치센터

[그림4] 이세탄 미츠코시 12MF P/E 추이



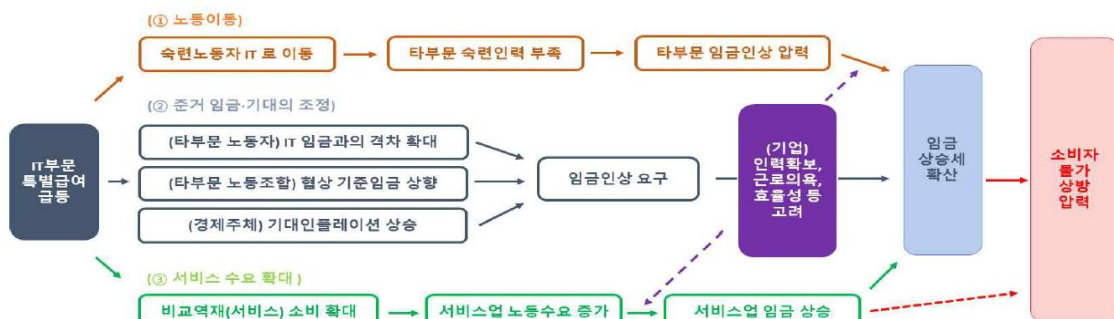
자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

[그림5] 국내 백화점 3사 평균 외국인 매출 비중 추이



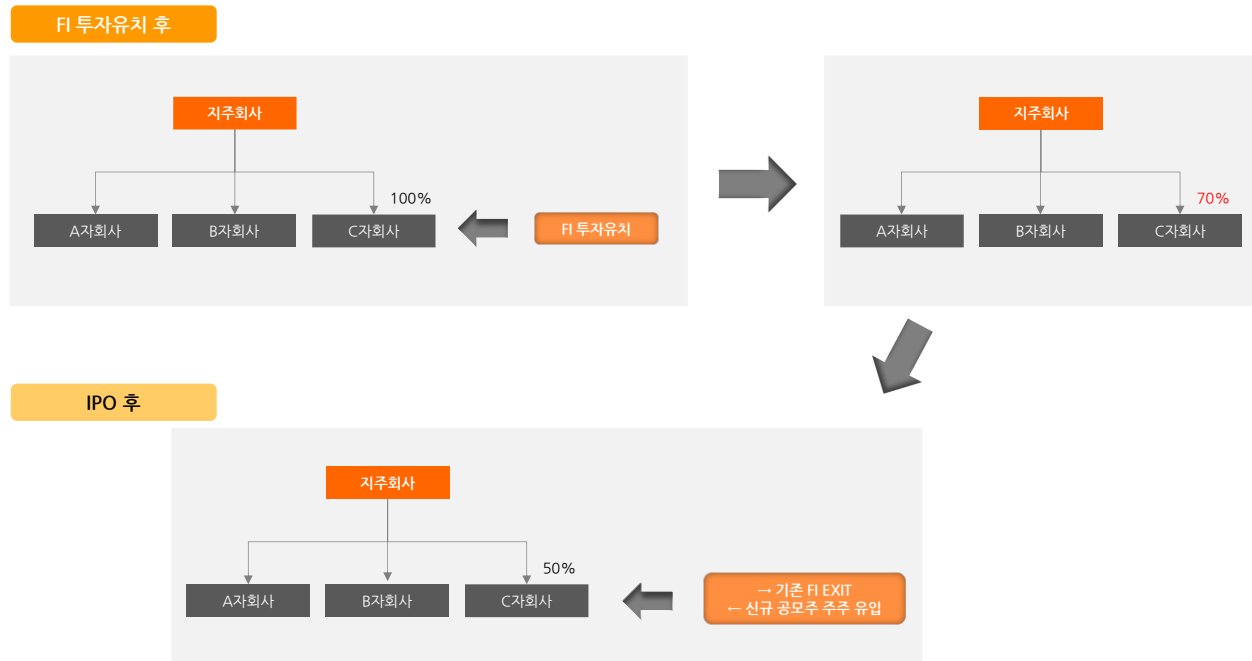
자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림6] IT 부문 특별급여 상승이 여타 부문 임금상승을 통해 물가로 파급되는 경로



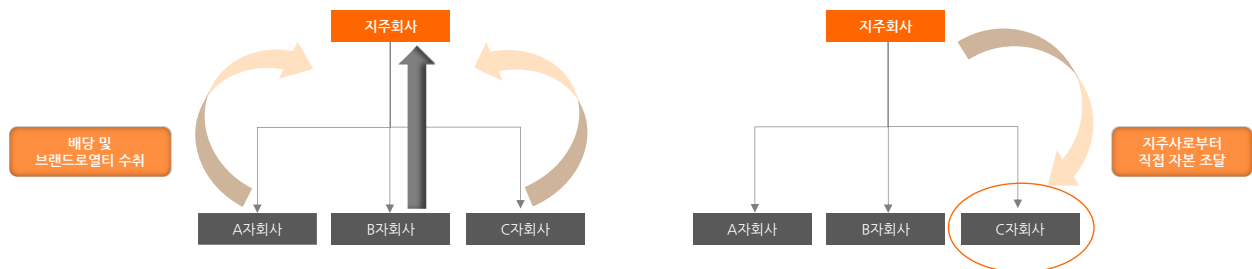
자료: 한국은행, 한화투자증권 리서치센터

[그림7] 기업집단의 자본 조달 구조 As is



자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림8] 기업집단의 자본 조달 구조 To be



자료: 한화투자증권 리서치센터

[Compliance Notice]

(공표일: 2026 년 7 월 24 일)

이 자료는 조사분석 담당자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성됐음을 확인합니다. 본인은 이 자료에서 다룬 종목과 관련해 공표일 현재 관련 법규상 알려야 할 재산적 이해관계가 없습니다. 본인은 이 자료를 기관투자자 또는 제 3 자에게 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 책임소재에 대한 증빙으로 사용될 수 없습니다.

[종목 투자등급]

당사는 개별 종목에 대해 향후 1 년간 +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 1 년간 해당 업종의 수익률이 과거 수익률에 비해 양호한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Positive(긍정적) 의견을 제시하고 있습니다. 또한 향후 1 년간 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: 2026 년 6 월 30 일)

투자등급	매수	중립	매도	합계
금융투자상품의 비중	96.3%	3.7%	0.0%	100.0%