



유통 Overweight

콘사이스 유통 산업 투자 가이드

Vol 1. 소비패턴 편



유통 Overweight

Summary

- ✓ 유통 산업 과거가 중요한 이유
- ✓ 20년 동안 급격한 변화, 밸류에이션으로 선반영
- ✓ 막대한 GDI 증가가 2027년 소비에 어떻게 영향을 줄 지 관건

Top Picks 및 관심종목

기업명	투자의견	목표주가(12M)	현재주가(7월28일)
롯데쇼핑(023530)	BUY	180,000원	122,700원
이마트(139480)	BUY	110,000원	79,300원
신세계(004170)	BUY	750,000원	465,500원
현대백화점(069960)	BUY	180,000원	127,400원
GS리테일(007070)	BUY	31,000원	24,500원
BGF리테일(282330)	BUY	165,000원	124,000원
호텔신라(008770)	BUY	57,000원	46,400원

목차

1. 유통시장은 무엇으로 움직이는가?	3
1) 소비 패턴 변화와 유통 시장의 변곡점	3
2. 유통 산업의 동태적 변화(2005년~25년)	6
1) 2005~08년: 안정적 내수 성장기/소비채널 서구화	6
2) 2009년~2012년: 사치재 소비의 대중화	11
3) 2013년~2019년: 한국 소비시장 급격한 변화	17
4) 2020~21년 코로나19로 여행소비가 명품/내구재 소비로 이동	31
5) 2022년~24년 저성장 시기	33
3. 2025년 이후: 주식자산+외국인 인바운드+가계소득 증가	34
1) 백화점 모멘텀 세가지, 자산효과/외국인 인바운드/소득효과 현황 분석	34
2) Re-rating의 조건, 경기적/일시적이 아닌 구조적인 변화여야 한다	38
3) 주식자산 효과는 Peak out 중	40
4) 가계 소득효과: 높은 GDI 증가율, 2027년부터 소비 확대로 이어질 전망	41
5) 추가적인 실적 개선 요인	43
4. 투자전략: 롯데쇼핑 톱픽, 당분간 대형마트>백화점	49
기업분석	
롯데쇼핑(023530)	56
이마트(139480)	61
신세계(004170)	65
현대백화점(069960)	69
GS리테일(007070)	72
BGF리테일(282330)	75
호텔신라(008770)	78

Overweight

Top Picks 및 관심종목

*CP 2026년 7월 28일

롯데쇼핑(023530)

BUY | TP 180,000원 | CP 122,700원

이마트(139480)

BUY | TP 110,000원 | CP 79,300원

신세계(004170)

BUY | TP 750,000원 | CP 465,500원

현대백화점(069960)

BUY | TP 180,000원 | CP 127,400원

GS리테일(007070)

BUY | TP 31,000원 | CP 24,500원

BGF리테일(282330)

BUY | TP 165,000원 | CP 124,000원

호텔신라(008770)

BUY | TP 57,000원 | CP 46,400원



Analyst 박중대 forsword@hanafn.com
RA 양정석 jsyang@hanafn.com

2026년 7월 29일 | 산업분석

유통

콘사이스 유통 산업 투자 가이드: 소비패턴편

유통 산업 과거가 중요한 이유

유통 산업 분석은 톱다운 접근법이 필연적이다. 그 어떤 업종보다 마이크로적인 기업 역량 의 의미가 제한적이다. 불황을 거슬러 승리의 역사를 일궈내는 기업은, 최소한 상장 기업들 사이에서는 본 적이 없다. 따라서, 유통 업종을 제대로 분석하기 위해서는 그 어느 산업보다 먼저 과거를 되돌아보는 작업이 선행되어야 한다. 산업 역사에 대한 천착이 현재와 미래를 명징하게 보여주는 렌즈가 될 수 있다. <콘사이스 한국 유통 산업 투자 가이드>는 유통 업종 분석의 막 시작한 투자자들이 좀더 쉽게 산업을 접근할 수 있도록 도움을 주기 위해 준비했다. 두번에 걸쳐 발간할 예정이다. 'Vol.1 소비패턴 편'에서는 2000년 이후 다양한 과학/사회/규범/경제/문화적인 변동 요인들이 어떻게 소비 패턴 변화로 이어져 각 유통 업체와 개별 업체들에게 영향을 미쳤는지 살펴본다. 유통 산업이 얼마나 소비 환경 변화에 종속적인가를 깊이 느낄 수 있을 것이다. 'Vol.2 유통업체편'에서는 각 유통 업체 및 개별 업체들이 어떻게 소비패턴 변화에 대응했는지, 업체별 특징과 사업구조에 대한 설명과 함께 기술할 예정이다.

20년 동안 급격한 변화, 밸류에이션으로 선반영

2005년까지만 하더라도 전체 유통시장의 70%가 '화장품 나라', 'LG전자 대리점' 같은 전문점이었다. 지난 20년 동안 한국 유통 산업은 숨가쁘게 변화했다. 유통 채널의 주인공은 거의 3~4년에 한번씩 바뀐 것 같다. 케이블TV 또는 스마트폰 보급률 확대 같은 기술 진보는 물론, 중국인 관광객 증가와 코로나19 같은 외부 변수, 여성취업을 상승과 주5일 수업, 1~2인 가구 확대 같은 사회/제도적 변화도 나비 효과를 일으키며 유통 산업에 큰 영향을 미쳤다. 늘 없던 것이 새로 생기면 주식 시장은 밸류에이션이라는 이름으로 요동친다. 1년, 때로는 3~5년 미래를 주가에 선반영하기도 한다. 그래서, 이런 변화를 대비한 한발짝 앞선 공부와 투자가 필요하다.

막대한 GDI 증가가 2027년 소비에 어떻게 영향을 줄 지 관건

2025년 이후 가장 큰 한국 소비 환경의 변동은 주식자산/외국인 인바운드/가계소득 증가가 되겠다. 이 세가지 요소 가운데 주식자산 효과는 이미 정점을 지났고, 외국인 인바운드 효과는 강해지고 있으며, 가계소득 증가 효과는 2027년부터 본격화될 것으로 보인다. 특히, 현재 수출과 GDI 성장이 향후 어떻게 가계 소득과 소비를 거쳐 유통 산업에 영향을 끼칠지 가늠하기 힘든 상황이다. GDI 규모가 추세를 크게 벗어나면서 레벨업하고 있다. GDI와 소매판매의 높은 동행성을 감안할 때 2027년 소비 시장에 굉장한 충격이 발생할 수 있다. 백화점은 물론 대형마트와 편의점, 홈쇼핑, 온라인까지 채널간 침투에 의한 대체효과보다 소득효과가 훨씬 클 것 같다. 마침 그동안 저성장 국면에서 유통 대기업들은 사업 구조조정을 했고, 감가상각비는 처음으로 감소하기 시작했다. 톱픽은 롯데쇼핑으로 한다. 소비 규모 전반이 한단계 크게 올라선다면, 제반 유통 채널을 포괄하고 있고, 패션 투자 회사(Zara)/자회사까지 보유하고 있는 롯데쇼핑이 가장 주목할 만한 실적 모멘텀을 보일 수 있다.

1. 유통시장은 무엇으로 움직이는가?

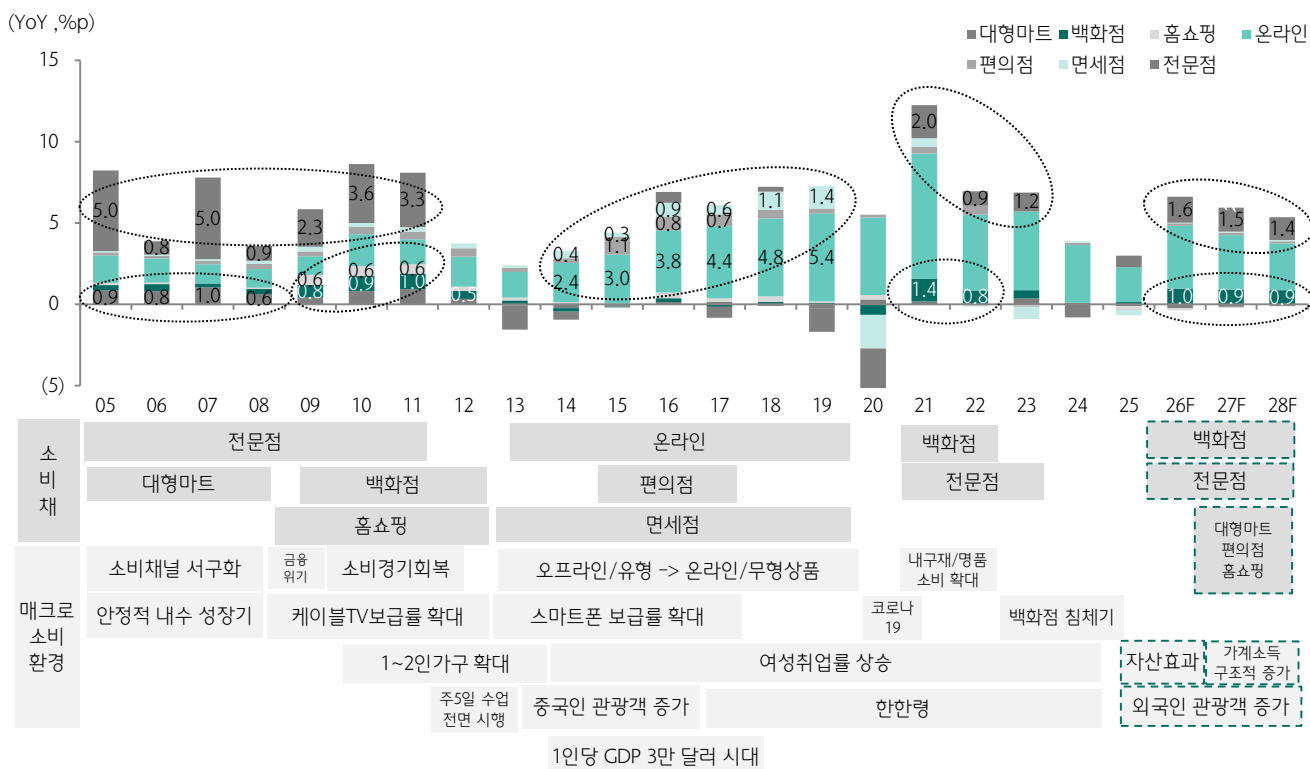
1) 소비 패턴 변화와 유통 시장의 변곡점

유통 산업은
모든 사회 구조 변화의 표상

유통 산업은 모든 사회 구조 변화의 표상이다. 대형마트 의무휴업과 같은 유통업에 대한 직접적인 규제 이외에도 스마트폰 보급률 확대와 같은 기술 진보, 코로나19 같은 팬데믹 현상은 물론 주5일 수업 전면 개시 같은 교육제도의 변화까지 그 파장은 소비패턴을 변화시키고 결국 유통 업체들의 실적으로 귀결된다. 마치 함수식에 숫자를 넣으면 Y값이 명확하게 떨어지듯이 무슨 공식처럼 유통 업체들의 실적은 늘 적나라하다. 지난 20년을 돌아보면 무릎은 탁 치게 만드는 순간들이 너무 많았다. 하지만 당시에는 몰랐다. 그 함수식이 어떤 구조로 만들어져 있었는지는 마치 썰물 후 갯벌처럼 시간이 한참 지난 다음에야 바닥을 드러낸다.

유통 산업분석은 재밌다. 모든 사회/경제/정치/기술/문화의 변화의 끝은 결국 소비의 변화로 이어지고 유통으로 모아지기 때문이다. 그래서, 뉴스 어느 것 하나 허투루 넘길 수 없다. 유통 산업분석은 그 사회의 제반 변화가 어떻게, 얼마나 소비와 유통 시장에 영향을 미치는지 그 복잡한 함수식의 구조를 이해하고 열개를 보여주는 작업이다. 유통은 모든 인간의 활동을 포괄하고 있기 때문에 유통 산업을 이해한다는 말은 사회의 구조부터 인간의 심리까지 전반을 아우르고 있다는 말과 다르지 않다. 그래서 세계에서 가장 매출 규모가 큰 기업이 월마트일지 모른다. 모든 경제 활동의 부가가치의 합이 유통이기 때문이다.

도표 1. 소비패턴 변화와 유통 채널 성장 추이



자료: 하나증권

위 그림은 지난 20여년 동안 소비환경과 소비패턴의 변화에 따라 어떻게 한국의 유통 채널이 변화에 왔는지 간단히 보여준다. 길다면 길고 짧다면 짧은 시간인데, 20년 사이 유통시장은 급변했다. 극단적으로 2005년까지만 하더라도 전체 유통시장의 70%가 전문점이었다. 올리브영이나 하이마트 같은 기업형 전문점이 아니라 '화장품나라', 'LG전자 대리점' 같은 개인 사업자들이 대부분이었다. 지금도 거리에 '뱅뱅'이나 '올리비아로렌' 같은 패션 브랜드 로드샵들이 눈에 띄지만, 2005년 당시는 패션 브랜드 업체들의 핵심 채널이 로드샵이었다.

유통 채널의 주인공은 거의 3~4년에 한번씩 바뀐 것 같다. 2013년 이후 온라인 채널은 주도권을 한번도 놓친 적이 없다. 그만큼 구조적이고 강한 변화였다. 끝내 대형마트 채널은 3강 가운데 하나인 홈플러스가 폐점 위기에 놓이면서 크게 역신장하고 있다. 이마트와 롯데마트의 반사이익이 기대되지만, 산업 성장률이 나오지 않는다면 그 수혜는 단기 실적 개선에 그칠 가능성이 크다.

대한민국, 2014년 이후 선진국형 소비행태로 변화

온라인화와 더불어 추가적으로 안타까운 점은 점점 소비가 옷이나 전자제품 같은 유형상품에서 외식/여행 같은 무형상품으로 이전하고 있다는 점이다. 소득수준이 상승하면서 발생하는 자연적인 현상이다. 일반적으로 1인당 GDP가 3만 달러를 넘어서게 되면 선진국형 소비행태로 변화한다. 가계 소비에서 여행/레저/외식에 지출이 크게 증가하고 있는 것이다. 이런 현상은 고소득층으로 가면 더 심해진다. GDP대비 소매판매(이하 자동차 제외) 비율을 보면 추세적인 하락세다. 즉, 2013년 이후 소매시장은 한국의 GDP 성장률을 넘어선 적이 거의 없다. 한국의 1인당 GDP는 2014년 3만 달러를 넘어섰다

그리고 보면 2013~14년은 한국 유통 산업 역사상 가장 큰 변동의 해였다고 해도 과언이 아닐 것이다. 스마트폰 보급률이 확대되면서 소비채널은 오프라인에서 온라인으로 대이동을 시작했고, 중국인 관광객 증가로 면세점과 화장품 시장이 크게 성장했으며, 1인당 GDP가 3만달러를 넘어서고, 주5일 수업/근무가 전면 시행되면서 유형에서 무형상품으로 소비가 이전하기 시작했다. 여성취업률이 가파르게 상승한 것도 이때 즈음으로 식품 온라인 시장 성장의 배경이 되었고, 1~2인 가구 확대는 편의점 시장 성장의 기반이 되었다. 2013년 이전과 이후는 소비채널의 양태가 완전히 다르다.

구조적인 변화는 투자 측면, 밸류에이션 급변동 초래

항상 구조적인 변화는 투자 측면, 밸류에이션의 급변동을 초래한다. 해외 여행의 구조적 증가, 중국 인바운드 확대 모멘텀 등으로 하나투어/호텔신라/아모레퍼시픽 등이 2015~16년 최고의 해를 보냈다. 온라인화로 백화점 업체들의 주가는 2011년을 고점으로 15년 동안 추세적인 하락세를 보였다. 코로나19 당시 레저 활동이 위축되었던 2년 정도 반짝 백화점과 전문점(하이마트) 채널이 좋았을 뿐이다. 2025년 이후 내내 침체기를 보내던 백화점과 전문점(올리브영/무신사 등)이 호조세다. 외국인 관광객 증가와 주식가치 상승에 따른 자산효과 때문이라고 한다. 문제는 이게 얼마나 추세적이고 구조적일 것이냐는 질문에 대한 답이다.

이번 유통 리포트 <콘사이스 한국 유통 산업 투자 가이드>는 두번에 걸쳐 발간할 예정이다. 'Vol.1 소비패턴' 편에서는 2000년 이후 유통 산업의 변동 요인들, 소비 패턴 변화가 어떻게 각 유통 업태와 개별 업체들에게 영향을 미쳤는지 살펴본다. 'Vol.2 유통업태편'에서는 소비 패턴 변화에 따라 각 유통업태 및 개별 업체들이 어떻게 대응했고, 또 사업구조를 변화시켜왔는지 구체적으로 논의해보고자 한다.

'Vol. 1 소비패턴'을 통해 유통 산업이 얼마나 소비 환경 변화에 종속적인가를 깊이 느낄 수 있을 것이다. 유통 산업 분석은 톱다운 접근법이 필연적이다. 그 어떤 업종보다 마이크로적인 기업의 역량의 의미가 제한적이다. 업사이클에서 경쟁업체보다 더 좋을 지, 다운 사이클에서 얼마나 덜 나쁘냐의 문제일 뿐이다. 다운 사이클을 거슬러 승리의 역사를 일궈내는 기업은 최소한 상장 주요 기업들 사이에서는 본 적이 없다. 이런 소비와 유통의 인과관계를 깊이 인지한다면 현재 수출과 GDI 성장이 향후 어떻게 소비와 유통 산업에 영향을 끼칠 지는 자명하다. 이를 대비한 한발짝 앞선 투자가 필요한 시점이다.

도표 2. 국내 유통시장 채널별 추이와 전망

(단위: 십억원)

소매 시장 규모	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026F	2027F
전체소매시장	412,825	434,301	445,106	443,214	476,388	494,035	510,708	515,516	521,139	547,600	573,724
백화점	29,336	29,967	30,378	27,417	33,690	37,768	40,492	40,619	41,423	47,222	53,030
할인점	33,812	33,440	32,427	33,778	34,571	34,774	36,690	37,096	36,406	34,987	33,938
면세점	14,466	18,960	24,859	15,506	17,833	17,816	13,759	14,339	12,534	12,785	13,168
슈퍼마켓	64,117	65,359	62,157	65,359	63,969	64,738	67,599	68,427	66,854	67,188	67,524
- 기업형	9,070	9,516	9,609	10,377	10,377	10,823	11,249	11,508	11,359	11,529	11,702
- 개인형	55,048	55,843	52,547	54,982	53,592	53,915	56,350	56,919	55,495	55,659	55,822
편의점	22,226	24,401	25,700	26,523	28,424	31,195	30,969	31,740	31,616	32,596	33,574
전문점	193,838	195,028	188,737	170,033	179,108	183,522	189,754	185,463	189,628	199,110	208,468
- 가전양판	16,408	16,517	16,166	15,514	15,569	14,131	13,628	12,824	12,409	12,223	12,101
무점포판매	64,851	74,474	84,202	104,599	118,792	124,222	131,444	137,832	142,677	153,712	164,021
- TV홈쇼핑	13,369	14,744	15,077	16,270	16,014	15,326	14,702	14,416	13,147	12,319	11,826
- 온라인쇼핑	94,186	113,314	136,601	158,284	192,724	216,175	242,207	262,426	274,944	298,054	319,362
1) PC온라인	41,276	44,109	49,237	48,896	51,515	53,079	60,341	62,335	61,919	67,988	73,651
2) 모바일	52,909	69,205	87,364	109,388	141,209	163,096	181,866	200,090	213,025	230,067	245,711
* 식품온라인	10,422	13,435	16,963	25,117	31,248	36,141	41,171	47,356	52,297	57,382	62,404
성장률 YoY %											
소매시장	3.4%	5.2%	2.5%	-0.4%	7.5%	3.7%	3.4%	0.9%	1.1%	5.1%	4.8%
백화점	-1.9%	2.1%	1.4%	-9.7%	22.9%	12.1%	7.2%	0.3%	2.0%	14.0%	12.3%
할인점	1.7%	-1.1%	-3.0%	4.2%	2.3%	0.6%	5.5%	1.1%	-1.9%	-3.9%	-3.0%
면세점	17.8%	31.1%	31.1%	-37.6%	15.0%	-0.1%	-22.8%	4.2%	-12.6%	2.0%	3.0%
슈퍼마켓	2.7%	1.9%	-4.9%	5.2%	-2.1%	1.2%	4.4%	1.2%	-2.3%	0.5%	0.5%
- 기업형	5.7%	4.9%	1.0%	8.0%	0.0%	4.3%	3.9%	2.3%	-1.3%	1.5%	1.5%
- 개인형	2.3%	1.4%	-5.9%	4.6%	-2.5%	0.6%	4.5%	1.0%	-2.5%	0.3%	0.3%
편의점	14.2%	9.8%	5.3%	3.2%	7.2%	9.7%	-0.7%	2.5%	-0.4%	3.1%	3.0%
전문점	-1.3%	0.6%	-3.2%	-9.9%	5.3%	2.5%	3.4%	-2.3%	2.2%	5.0%	4.7%
- 가전양판	5.5%	0.7%	-2.1%	-4.0%	0.4%	-9.2%	-3.6%	-5.9%	-3.2%	-1.5%	-1.0%
무점포판매	13.3%	14.8%	13.1%	24.2%	13.6%	4.6%	5.8%	4.9%	3.5%	7.7%	6.7%
- TV홈쇼핑	6.6%	10.3%	2.3%	7.9%	-1.6%	-4.3%	-4.1%	-1.9%	-8.8%	-6.3%	-4.0%
- 온라인쇼핑	21.9%	20.3%	20.6%	15.9%	21.8%	12.2%	12.0%	8.3%	4.8%	8.4%	7.1%
1) PC온라인	3.2%	6.9%	11.6%	-0.7%	5.4%	3.0%	13.7%	3.3%	-0.7%	9.8%	8.3%
2) 모바일	37.6%	30.8%	26.2%	25.2%	29.1%	15.5%	11.5%	10.0%	6.5%	8.0%	6.8%
* 식품온라인	35.2%	28.9%	26.3%	48.1%	24.4%	15.7%	13.9%	15.0%	10.4%	9.7%	8.8%

자료: 산업통상자원부, 하나증권

2. 유통 산업의 동태적 변화(2005년~25년)

1) 2005~08년: 안정적 내수 성장기/소비채널 서구화

(1) 소비채널 서구화를 선도한 대형마트

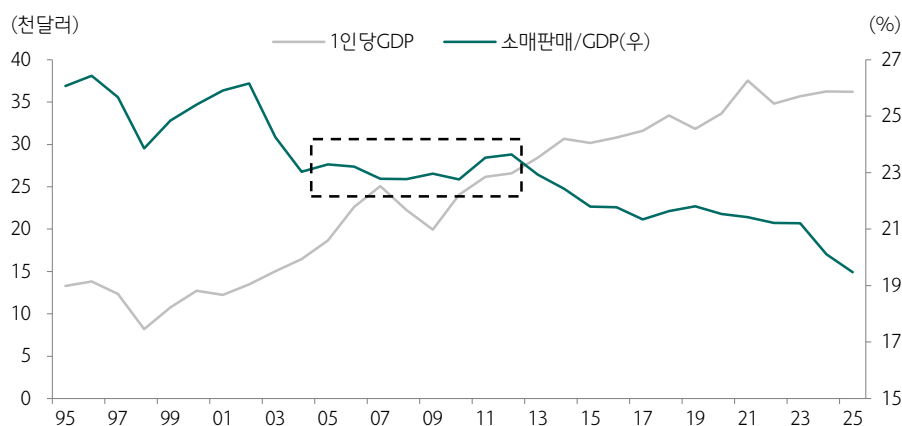
2005년~2008년
안정적 내수 성장기

물론, 한국 유통의 시대구분을 2005년부터 시작하는 것은 무리가 있다. 예를 들어 한국 백화점의 역사는 지금 신세계백화점 명동 본점의 전신인 미쓰코시백화점 경성지점(1929년)부터 시작하고, 롯데백화점 소공동 본점은 1979년에 세워졌다. 하지만 이 글의 목적은 유통의 역사를 살펴보는 것이 아니다. 현재 2026년 유통 업태를 보다 깊이 이해하기 위한 에피타이저라고 볼 때, 2005년이면 충분하다는 말이다. 한국 유통 산업이 현재와 같은 구조를 갖기 시작한 지점이 2005년 언저리이기 때문이다. 좀더 정확히 말하면 IMF구제금융 위기를 겪고, 카드 사태로 또 한 번 큰 내수 소비 부진을 경험했던 2000년대 초반부터라고 할 수 있다. 2000년 초부터 2008년 금융위기 전까지는 안정적인 내수 소비시장 성장을 기반으로 소비 채널의 기업화/서구화가 크게 이루어진 시기다.

2005년부터 2008년을 안정적 내수 성장기로 보는 이유는 GDP 성장률을 고스란히 내수 소비 성장으로 옮겨 놓았기 때문이다. 한국은 수출 주도형 경제구조를 갖고 있기 때문에 늘 GDP 성장률보다 소비 증가율이 낮았는데, 2004년부터 2008년 GDP와 소매판매가 유사한 증가율을 보인다. GDP 대비 소매판매 비율은 23%로 일정했다. 이 시기 특히 이마트를 위시로 대형마트가 핵심 소비 채널로 자리잡기 시작했다. 이 시기를 '소비채널의 서구화'라고 일컫는 이유는 장보기 소비가 재래 시장에서 대형마트로 넘어가기 시작했기 때문이다.

도표 3. GDP 대비 소매판매와 1인당 GDP

‘04~’08, 유사한 증가율을 보이는
GDP와 소매판매



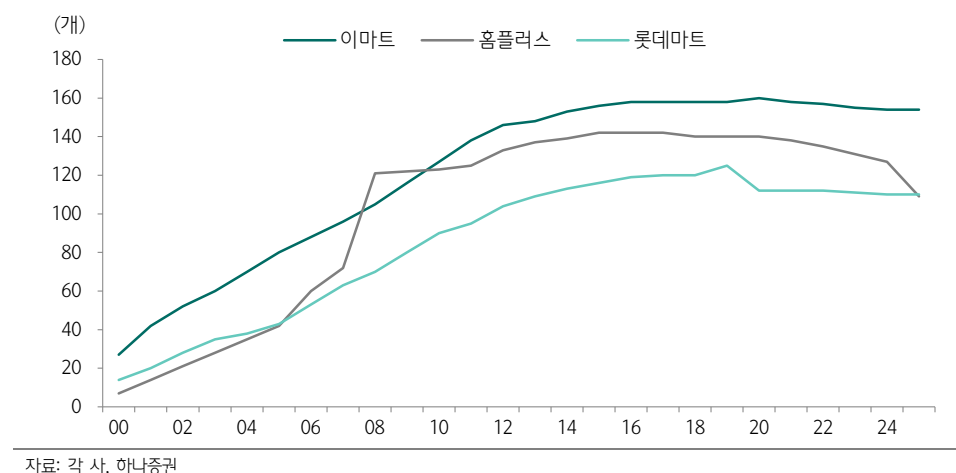
자료: 통계청, 하나증권

필자는 1999년 처음으로 까르푸 오픈 점포를 방문했을 때 충격을 잊지 못한다. 높은 층고에 5단~6단 식품과 생필품이 가득 쌓여 있는 것을 보고 대단한 문화적 충격을 받았다. 그때까 지 가본 가장 큰 슈퍼마켓의 100배는 큰 마트였다. 2000년대는 대형마트의 고성장으로 이 마트를 선두로 홈플러스/롯데마트가 주도했다. 이마트는 1993년 11월 창동점을 1호점으로 시작, 2000년 이후 한국 식품 유통의 기업화를 선도한 업체다. 특히 미국식 창고형 진열 레 이아웃을 버리고, 대신 카테고리를 늘리면서 백화점식 쇼핑의 즐거움을 접목시킨 한국형 대 형마트를 처음으로 선보였다.

2000년 27개에 불과하던 이마트(할인점)는 2008년 금융위기 전까지 연평균 10개 이상씩 증가, 2010년 128개까지 증가했다. IMF 위기 이후 1999~2008년 연평균 23%의 고신장을 기록했다. 특히 2005~10년 여러 M&A가 발생하면서 대형 3사로 시장점유율이 모였다. 2006년 5월 이마트가 월마트코리아(점포 16개)를, 2008년 5월 홈플러스가 홈에버(점포 35개)를, 2010년 2월 롯데마트가 GS마트(점포 14개)를 각각 인수하면서 시장재편이 마무리되었다. 이마트와 홈플러스, 롯데마트는 치열한 시장점유율 경쟁을 벌였지만, 최근에는 이마트가 압도적인 우위에 있다. 최근 홈플러스가 영업중단 사태까지 몰리면서 이마트와 롯데마트의 반사이익이 가시화되고 있다. 인근 점포 매출의 경우 10% 증가를 하고 있고, 전사적으로 이마트, 롯데마트 모두 2%p 이상 성장률 제고를 보이고 있다. 온라인화로 인한 시장의 위축을 지속적인 비용 및 원가 절감으로 맞서 왔기 때문에 영업레버리지가 커지고 있는 상황이다.

도표 4. 대형마트 3사 연도별 점포수 추이

점포수 증가 추이 및
이마트 시장점유율 우위



(2) 대형마트 새벽배송 금지보다 의무휴업이 더 큰 데미지

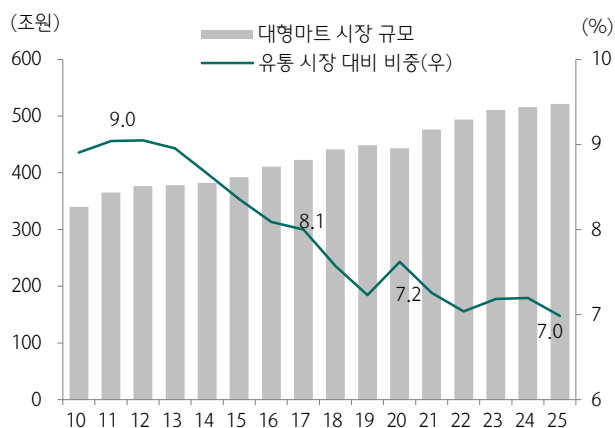
정부가 대형마트의 새벽배송을 허용하는 방안을 검토하고 있다고 한다. 산업통상부가 6차 유통산업발전기본계획에 대형마트 영업시간 제한을 완화하는 내용을 담기로 가닥을 잡았다는 뉴스다. 그동안 대형마트의 새벽배송은 이마트의 네오센터 같이 별도 물류센터에서 배송되는 것만 가능했다. 이마트 쓱닷컴 거래액(약 6조원)의 8% 정도가 새벽배송이다. 롯데마트는 새벽배송이 없다. 사업성이 나오지 않아 2022년 4월 중단했다. 대형마트 새벽배송이 재개되더라도 의미있는 매출 증가로 이어지기에는 한계가 있어 보인다. 새벽배송에 소요되는 비용이 일반배송보다 훨씬 크기 때문에 웬만한 규모가 아니면 마진을 내기 힘들기 때문이다. 대형마트 입장에서 전략적으로 역마진, MS 확대 전략이 아니라면 굳이 새벽배송을 확대할 이유가 없다.

대형마트 의무휴업으로 기준점 성장률 5%p 하락

사실 대형마트 입장에서는 2012년부터 도입된 월 2회 휴일 의무휴업 데미지가 훨씬 컸다. 2012년 4월부터 본격 시행됐는데, 기준점 성장률을 5%p 가량 떨어뜨렸고, 업체별 연간 영업이익을 500억원 이상 낮춘 것으로 추산한다. 온라인화로 인한 소비패턴 변화에 쿠팡과 마켓컬리 등 온라인 업체들의 식품 카테고리 침투까지 가속화되면서 대형마트의 유통시장에서 비중은 2011년 9%로 정점을 찍고 2025년 7%까지 하락했다.

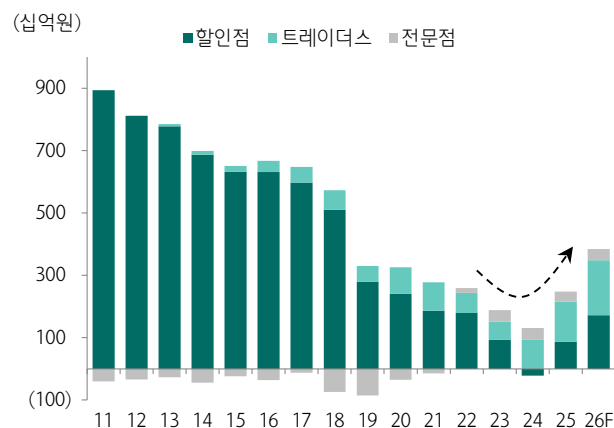
이마트의 영업이익은 2011년을 정점으로 내리막길을 걸었다. 2025년 이마트 할인점 영업이익은 867억원으로 2011년 당시의 거의 1/10 수준까지 떨어졌다. 다행히 사업 다각화에 성공하여, 최근에는 창고형 할인점 트레이더스, 초저가 슈퍼(HD: Hard Discounter) 노브랜드 사업에서 더 많은 이익을 내고 있다. 아무튼 현재 할인점 사업은 ROE가 1%도 안나오는 사업이 되었다(이마트 별도 기준 2025년 ROE 0.53%). 물론, 지방자치조례로 의무휴업일을 평일로 전환한 지역이 일부 있지만, 여전히 이마트/롯데쇼핑 점포의 70% 이상이 한달에 두번 휴일 휴점을 하고 있다. 휴일 매출은 평일 대비 1.6배 더 크다.

도표 5. 대형마트 시장 규모와 유통 시장 대비 비중



자료: 통계청, 하나증권

도표 6. 이마트 사업별 영업이익 추이



자료: 이마트, 하나증권

(3) 카드사태로 로드숍의 기업화 시작

대한민국 소비 급증과 로드숍의 출현

로드숍 시장에도 큰 변화가 일었던 시기가 2003년이다. 1990년 이후 1인당 GDP가 5천 달러를 넘어서면서 한국도 소비가 크게 증가하기 시작한다. 백화점과 재래시장에서 한정적으로 이뤄지던 패션/화장품 소비가 시내 거리로 나왔다. 로드숍 혹은 가두점의 출현이다. 백화점에서만 한정적으로 유통되던 패션 브랜드들이 가두점에서 소비자와 접근성을 높였다. 백화점은 아직 보편적이지 못했고, 소비자들은 브랜드 제품을 찾기 시작했다. 지오다노/베이직하우스/베스티벨리 등이 매장 수를 크게 늘렸다. 마몽드는 국내 화장품 시장 첫 로드숍 천억원 브랜드가 되었다.

다만, 패션과 화장품은 로드숍 구성에 차이가 있었는데, 패션은 브랜드 대리점 성격이 짙었다면, 화장품은 멀티 브랜드숍의 형태를 보였다. 개인 사업자 가맹점들이 '화장품 나라' 같은 대리점을 열고 아모레퍼시픽부터 LG생활건강, 코리어나, 한국화장품 등 다양한 브랜드 업체들의 제품을 총판들로부터 납품 받아서 판매했다. 아무튼 한국 소비 시장이 한단계 레벨업하면서 로드숍 시장은 대단히 빠른 속도로 커졌다. 로드숍 시장을 선점하고자 하는 브랜드 업체들의 투자가 컸고, 로드숍 점포수가 곧 시장에서 지위를 상징하는 숫자가 되었다.

내수 소비 충격과 원브랜드숍의 등장

전술한 바와 같이 한국은 수출 비중이 큰 경제구조를 갖고 있기 때문에 웬만하면 내수 소비 때문에 전체 경기가 휘청이는 경우가 잘 없는데, 2003년은 드물게 그런 시기였다. 패션/화장품/가전 등 많은 개인 대리점들이 문을 닫았다. 가두점이 어려워지면서 화장품 업종에서는 새로운 로드숍 형태가 생겨나게 되었다. 저가형 원브랜드숍 ‘미샤’의 출현이다. 2002년 이대 1호점을 오픈한 이후 불경기와 함께 폭발적인 성장세를 기록했다. 광고비, 포장비 등 불필요한 지출을 억제하는 비용구조 혁신으로 업계 최저가격을 실현하였다. 3,300원~9,800원의 초저가로 틈새시장을 공략하였다. 2004년 매장수 240개, 연 매출 1,200억원을 기록했다. 이어서 더페이스샵이 2003년 12월 명동 1호점 개설 이후 불과 1년 만에 역시 매장수 220개, 연 매출 1,000억원으로 올라섰다.

여기서 한번 생각해봐야 하는 변화가 로드숍의 기업화다. 화장품을 예로 들면 원브랜드숍은 굉장히 독특한, 그리고 한국에만 있는 비즈니스 모델이다. 현재 절대적 시장 점유율을 자랑하는 ‘올리브영’ 같은 화장품 전문점(MBS: Multi Brand Shop)과 백화점의 화장품 숍인숍 점포들을 비교해 보면 매장 면적 차이만큼 브랜드 수와 SKU(Stock Keeping Unit) 차이가 큰 것을 확인할 수 있다. 전문점은 매장 면적이 큰 만큼 여러 브랜드의 많은 SKU를 갖고 있지만, 백화점은 매장당 1개 브랜드의 50~100개 SKU를 판매한다.

유통 산업과 결합된 한국 화장품 브랜드

그런데 원브랜드숍은 i) 1개의 브랜드로 500개의 SKU를 전개한다. 재고 부담이 굉장히 큰 사업이다. ii) 유통 업체가 아닌 브랜드 업체가 직접 판매망을 구축한 것이다. iii) 점포들은 프랜차이즈 형태로 확장되었다. 다른 선진국을 보면 화장품의 브랜드와 유통은 일반적으로 분리돼 있다. 로드숍 전개는 세포라, 열타뷰티, 왓슨스, 로프트 등 화장품 전문 멀티브랜드숍 체인이 담당한다. 한국의 경우 이때부터 10여 년 동안 화장품 브랜드는 유통과 결합되었다. 2015년경까지도 화장품 신규 브랜드를 전개한다는 말은 곧 오프라인 점포를 내는 과정으로 바로 연결되었다.

화장품 사업은 브랜드 비즈니스이다. 오프라인 점포를 내는 것은 유통 비즈니스이다. 업의 성격이 굉장히 이질적이다. 브랜드 사업은 소비자의 기호와 트렌드를 파악하면서 제품의 퀄리티를 높이는 게 핵심이지만, 유통 사업은 소비 패턴과 동선을 파악하면서 소비자와의 접점을 확대하는 게 핵심 역량이다. 그래서 일반적으로 유럽이나 미국에서 브랜드와 유통 사업은 분리돼 있다.

한국 화장품의 오프라인 유통은 방판에서 시작해서 프랜차이즈 형 MBS(Multi Brand Shop) → 프랜차이즈형 OBS(One Brand Shop) → 기업형 MBS로 발전해 왔다. 방판도 브랜드가 직접 유통한 것이다. 관건은 자본력이었다. 소득 수준이 낮은 상황에서 사치재라고 할 수 있는 화장품 소비는 제한적일 수밖에 없고, 유통 채널은 주로 재래시장, 식품 중심이었다. 화장품 가게를 열 자본도, 수요도 제한적인 상황이니 유통에 자본투자가 필요 없는 방판을 통해 브랜드 업체가 직접 화장품을 판매한 것이다.

소득수준이 상승하면서 1990년 전후 길거리에 식품점 이외에도 패션/화장품 가게들이 생기기 시작했는데, 이때 ‘화장품나라’와 같은 프랜차이즈 형태의 MBS가 생겨났다. 유통 대기업은 아직 화장품 유통에 관심이 없었고, 중소기업은 자본력이 제한적인 상황이었기 때문에 자본금이 많이 필요하지 않은 프랜차이즈 모델로 확산한 것이다.

2003년 경기 침체로 이런 유통 시스템이 붕괴될 위기에 놓이게 되었고, 기존 브랜드들이 소비자와 접점을 잃어버리게 된 상황이 되자 이 빈틈을 노린 용기 있는 신규 브랜드 업체들이 파격적인 가격을 내놓으면서 직접 유통까지 나섰다. 자본력이 제한적이었기 때문에 프랜차이즈 형태를 가져갔고, 그게 원브랜드숍이다.

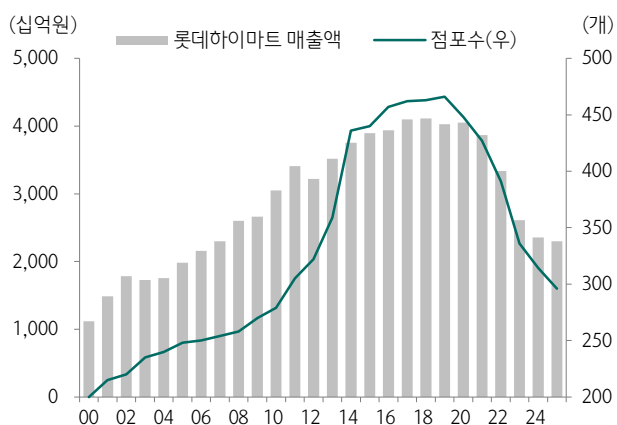
**2010년 전후 소득수준 상승,
CJ, 롯데, 신세계, GS리테일 등
로드숍 화장품 유통 시장 진입**

2010년 전후 소득수준이 더 올라가고, 화장품이 소비자들의 필수 재화로 자리매김하자 CJ와 롯데, 신세계, GS리테일 등 소비재/유통 대기업들이 로드숍 화장품 유통 시장에 진입하게 되었다. 자본력이 충분하니 굳이 프랜차이즈 모델을 차용할 필요가 없었다. 직영 중심의 올리브영과 롭스, 랄라블라, 시코르 등의 출현이다. 지금 생각해 보면 원브랜드숍은 프랜차이즈형 MBS에서 기업형 MBS로 넘어가는 과도기적 유통 모델이었다.

패션 업종에서도 가두점 비중이 높았던 신원 같은 업체들은 타격이 컸다. 2003년 이후 브랜드 업체들의 개인 사업자 중심 가두점은 상당히 위축되었다. 가성비를 추구하는 자라/유니클로 등 글로벌 SPA 브랜드가 막강한 자본력을 바탕으로 직영점으로 빠르게 늘리면서 국내 중저가 패션 브랜드들은 점차 입지를 잃어갔다. 가전 시장도 마찬가지다. 'LG전자 대리점' 같이 개인 사업자들이 운영하던 점포들이 급격히 줄고, 롯데하이마트 같은 기업형 전문점들이 빠르게 세를 키우기 시작했다. 롯데하이마트는 2000년 1.1조원에서 2010년 3조원 기업으로 거듭났다.

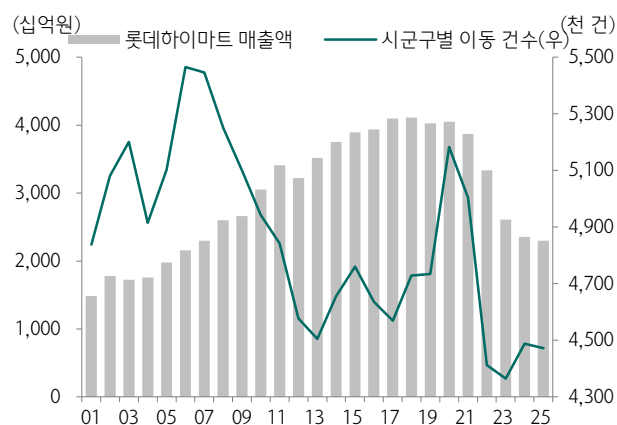
롯데하이마트는 가전 카테고리 가두점 기업화의 첨병으로 개인 대리점 시장을 대체하면서 고성장했으나, 2013년 이후 온라인화 이후 450개가 넘는 점포수가 부담으로 작용하면서 하락기로 접어들었다. 그리고 보면 롯데하이마트처럼 유통시장 변화의 풍파를 온몸을 받아낸 기업도 드물다. 막대한 점포수가 '확고한 사업 인프라'에서 '사업 구조 개선의 장벽'으로 뒤바뀌는 시간은 채 2년이 걸리지 않았다. 재밌는 현상은 롯데하이마트 매출은 아파트 분양 물량과 동행성이 높았다. 물론 지금은 시스템 에어컨이 보편화되면서 그 효과가 반감되었지만 그래도 신축 아파트로 이사하면서 TV/냉장고 등 대형 가전을 교체하는 수요가 늘어나는 것은 지금도 다르지 않은 현상이다. 최근 하이마트 실적이 안좋은 것도 분양 물량이 제한적이기 때문이기도 하다.

도표 7. 롯데하이마트 매출과 점포 수 추이



자료: 롯데하이마트, 하나증권

도표 8. 이사 건수와 롯데하이마트 매출



자료: 롯데하이마트, 통계청, 하나증권

2) 2009년~2012년: 사치재 소비의 대중화

(1) 백화점의 화양연화

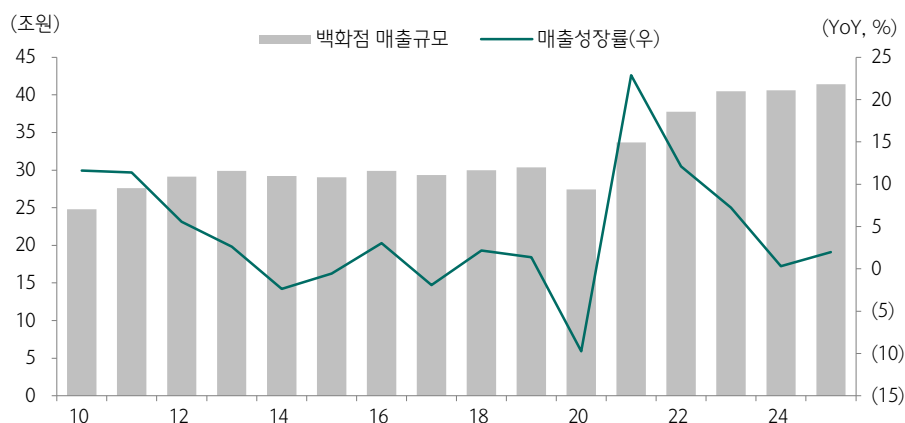
리먼사태 이후
백화점 호황기 진입,
업체들의 공격적 영업면적 확대

백화점 업체들에게 2009년에서 2012년은 잊지 못할 아름다운 추억이다. 2008년 리먼 사태로 인한 금융위기 이후 소비가 가파르게 증가했는데, 사치형 소비의 확대, 소득수준 향상에 따른 백화점 채널이 본편화로 백화점이 호황기를 맞이했다. 2010~11년 백화점의 기존점 성장률은 10%를 훌쩍 넘기 일쑤였다. 추가 점포 확대를 누가누가 많이 하느냐 경쟁이었다. 전국 각지에 대형 백화점이 들어섰고, 서울을 빠져나가는 주요 길목에는 아웃렛이 문을 열었다. 신세계가 파주에 여니 롯데가 서울과 신세계 파주점 중간에 문을 열었고, 얼마 안돼 현대가 서울과 롯데 아웃렛 사이 김포를 꿰차는 묘수를 펼쳤다. 점포 리뉴얼은 초현대적 공법을 모두 도입한 영업면적 확대에 초점이 맞춰졌다. 현대백화점 무역센터점은 리뉴얼임에도 불구하고 영업면적이 56%나 늘었다. 신세계 의정부점, 판교 현대백화점 등 지역을 대표하는 백화점들이 모두 이 기간에 오픈했다.

기존점 성장률 5%만 나와도 서프라이즈로 인식하던 2020년대와는 차원이 달랐다. 그래서 당시 신규 점포는 물론 기존점 리뉴얼도 활발하게 이루어졌다. 백화점 판매의 50% 이상이 의류 매출이었기 때문에 한섬과 LF, 신세계인터내셔널 등 패션 업체 실적과 주가도 크게 뛰었다. 그러나 2012년 이후 저성장기로 진입하면서 리뉴얼/신규 오픈 점포들은 그 빛을 제대로 보지 못한 경우가 많다.

도표 9. 백화점 매출 규모와 성장률 추이

2012년 이후
저성장기 진입



자료: 통계청, 하나증권

(2) 백화점에서 브랜드로 헤게모니 이동

2013년 백화점 업체,
온라인화, 소득수준 상승으로
급격한 성장성, 수익성 저하

2010년 전후 호황을 누리던 백화점 업체들은 2013년 이후 급격한 성장성과 수익성 저하를 겪게 되었다. 설상가상으로 호황기 신규 투자를 결정한 신규 또는 리뉴얼 점포들이 잇따라 문을 열면서 고정비 부담은 커지고 경쟁은 심화되었다. 온라인화 영향으로 ASP와 GPM이 떨어지는 것도 문제였지만, 소득수준 상승에 따라 소비의 브랜드화로 ‘해외명품’ 수요가 증가하면서 백화점에서 명품이 차지하는 매출 비중이 빠르게 상승했다. 명품은 판매수수료가 낮기 때문에 백화점 GPM 하락의 추가적인 요인으로 작용했다. 고정비 부담을 줄이기 위해 신규 채용을 최소화했고, 심지어 현대백화점은 IR 자료로 일반 코팅 백상지 대신 갱지를 쓰면서 의지를 다지기도 했다.

여기서 우리는 백화점으로 상징되는 유통과 브랜드 사이의 헤게모니 싸움을 살펴볼 필요가 있다. 브랜드 소비 확대는 초창기 유통업체, 특히 백화점 채널의 구조적 성장에 핵심 요인으로 작용한다. 백화점 채널의 가장 큰 매력은 짧은 시간에 다양한 브랜드를 비교 체험해 보고 소비자의 선택 범위를 넓히면서 쇼핑의 만족도를 높인다는 점이다. 소비자들이 하나둘씩 브랜드를 알아 가면서 백화점은 소비자들에게 가장 매력적인 쇼핑 채널로 자리매김할 수 있게 된다. 경제가 성장할수록 개인의 개성과 감성을 표현할 수 있는 상품에 대한 가치소비, 즉 ‘소비의 브랜드화’가 가속화된다. 가격도 중요하지만 무엇보다 특정 브랜드 자체에 높은 선호도를 보이며 소비의 가격 탄력성이 낮아지게 된다.

2008년 백화점 매출명품 비중 6%,
2020년 30%까지 증가

2008년 전체 백화점 매출 6%에 불과하던 명품 매출 비중이 2020년에는 30%에 이르게 되었다. 시간이 경과하면서 백화점 업체들은 딜레마에 빠졌다. 브랜드 소비가 확대되면 브랜드 서열이 매겨지게 되고 특정 브랜드들의 백화점 매출 비중이 상승하게 된다. 동시에 이들 브랜드의 대백화점 협상력이 높아지고 판매수수료는 낮아지게 된다. 이 시기 대형 브랜드들의 매출 증가는 백화점 업체 입장에서 보면 이익 증가와 집객효과 확대 등 긍정적이 측면이 있지만 저마진 상품 비중 상승으로 GPM 하락의 부정적인 측면도 피할 수 없다. 명품 매출 비중이 가장 높은 신세계백화점의 GPM(관리기준) 하락은 이러한 현상을 잘 보여 준다. 해외 명품에 대한 국내 백화점 업체들의 판매수수료는 10% 초·중반으로 알려져 있으며, 이는 일반적인 국내 의류 업체 대비 20%p 가까이 낮은 수준이다. 이 격차가 브랜드력 차이라고 할 수 있다.

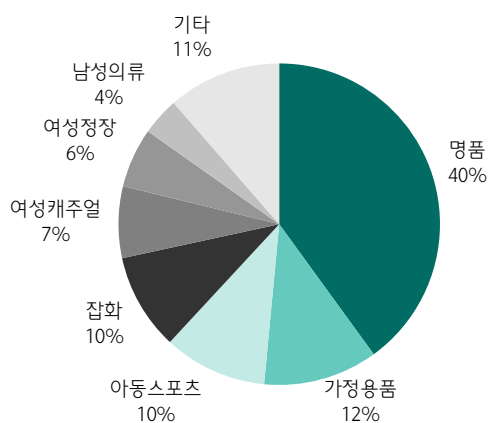
백화점은 입점 브랜드 업체들 판매액의 일정 비율을 수수료 형태로 가져와 매출로 인식한다. 브랜드 업체 협상력이 상승하면 판매수수료율은 낮아지지만 백화점과 이익을 공유하는 형태는 달라지지 않는다. 브랜드 업체 규모가 확대되고 소비자들의 로열티가 상승하게 되면 굳이 백화점이라는 채널에 안주할 필요성이 사라진다. 일군의 브랜드들이 로드숍 쇼핑타운을 형성하면서 백화점과 유사한 집객효과를 공유하게 된다. 이탈리아의 ‘콘도티Condotti’나 일본의 ‘긴자’ 등 유명한 로드숍 쇼핑타운이 좋은 예다.

외국인 관광객 명품 비중,
백화점 매출 60~70% 차지

한국의 명품 소비는 백화점이 중심을 이루지만 탈백화점의 가능성은 언제든지 열려 있다. 더구나, 외국인 관광객 백화점 매출의 60~70%가 명품이라는 점을 감안하면 백화점은 명품을 배제한 사업구조는 상상조차 할 수 없다. 이는 백화점 업체들로 하여금 판매수수료를 더욱 낮추는 글로벌 명품 브랜드들의 협상력으로 작용할 수 있다. 다행히 한국에서 일본이나 이탈리아처럼 명품 로드숍이 보편화될 기미는 보이지 않고 있다. 청담동 명품거리의 플래그쉽 스토어 형태의 마케팅 용으로 활용되고 있을 뿐이다.

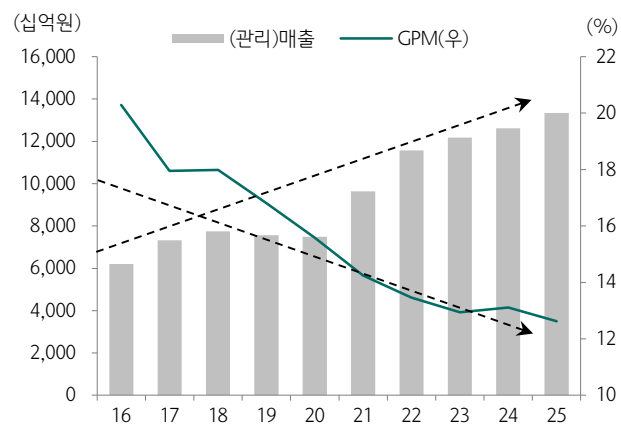
아무튼, 브랜드 소비의 확대는 소비자의 브랜드 쇼핑 채널이 백화점 중심에서 탈피하고, 유통 시장 헤게모니가 백화점에서 브랜드로 이전되는 것을 의미한다. 백화점 업체들은 브랜드 업체와 치열한 헤게모니 싸움을 벌이고 있는데 브랜드 소비가 확대될수록 점점 더 열위에 놓이게 된다. 온라인화로 해외직구 등 채널이 다양화되면서 백화점 업체들의 부담은 더 커질 수밖에 없다. 명품 업체들이 보기에 한국에서는 백화점이 가장 합리적인 유통 채널로 인식될 수 있다. 백화점과 명품 사이 헤게모니 싸움이 일단락되어 새로운 안장점, 즉, 적정 수수료율을 찾아갔을 수 있다. 하지만, 이게 흔들림 없는 균형점인지는 모르는 일이다.

도표 10. 백화점 카테고리별 매출 비중



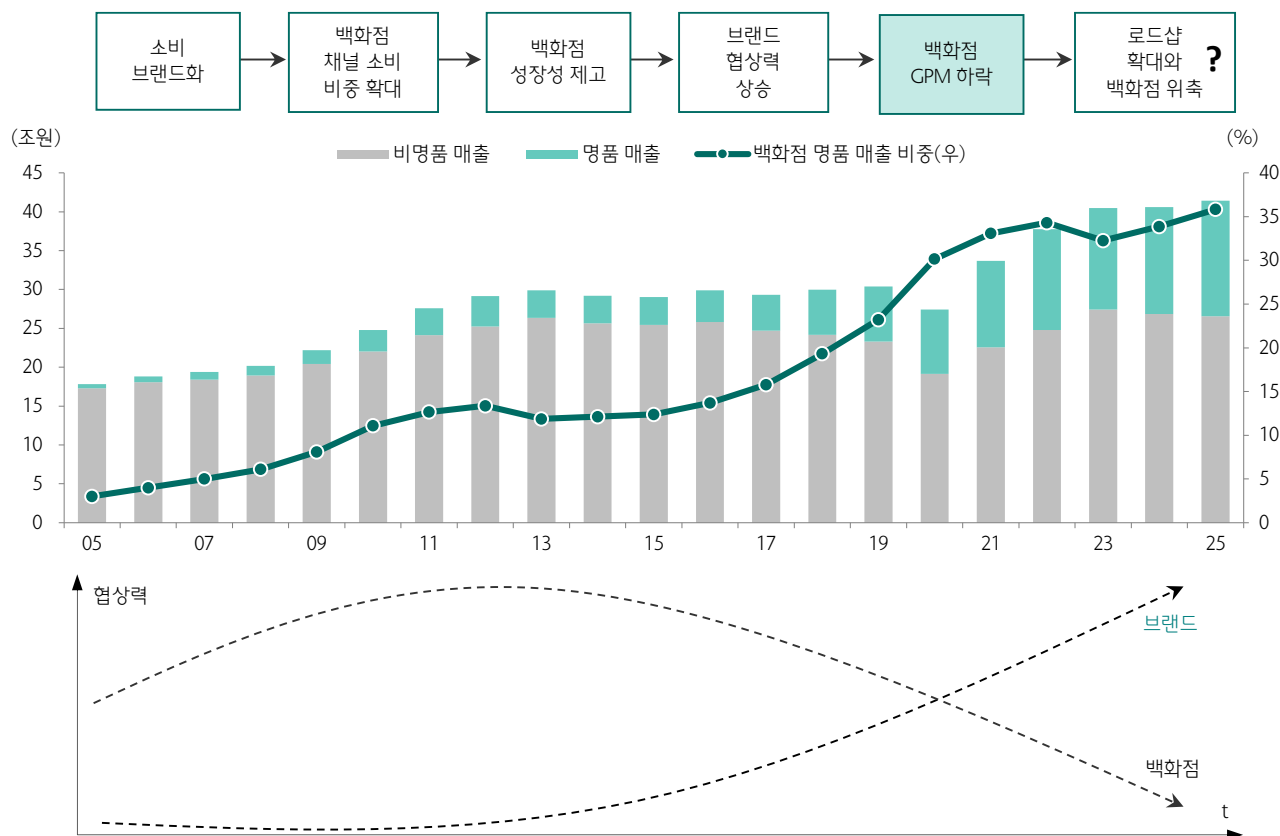
자료: 산업통상자원부, 하나증권

도표 11. 신세계 백화점 매출과 GPM 추이



자료: 신세계, 하나증권

도표 12. 백화점에서 브랜드로 소비시장 헤게모니 이동



자료: 산업통상자원부, 하나증권

(3) 홈쇼핑 전성시대: 케이블TV 보급률과 함께 흥망성쇠

중소형 신규 브랜드들의 론칭 자체가 힘들던 시기, 이들이 소비자들을 만나고 기업화할 수 있는 유일한 창구가 홈쇼핑이었다. 아이오페를 비롯 제닉, AHC, Age20's 등은 홈쇼핑으로 성장한 브랜드 또는 업체들이고, 비교적 최근에는 가히(KAHI) 멀티밤과 브이티, 달바가 대표적이다. TV홈쇼핑 채널은 2011년~13년 사이 고신장했다. 경제가 저성장 국면으로 접어들면서 합리적 소비 성향이 높아지고, 홈쇼핑 채널에 대한 소비자들의 신뢰도가 높아지면서 의류/화장품/식품 등 고관여 상품 카테고리가 확대되었다. 결정적으로 케이블티비 보급률이 2011년 정점을 찍었다.

TV홈쇼핑 채널 화장품 매출 규모
2025년 1조 3천억
2010년 대비 2배 증가

TV홈쇼핑 채널 화장품 매출 규모는 2025년 약 1조 3천억원으로 추정되는데, 2010년 대비 약 2배 증가했다. TV홈쇼핑의 바이파워가 강해지면서 제품의 가격 경쟁력은 높아졌다. 브랜드 업체들은 홈쇼핑 채널을 수익보다는 마케팅 채널로 활용했다. 1시간 동안 제품에 대한 광고를 할 수 있는 채널로서 의미가 있기 때문이다. 높은 판매수수료에도 불구하고 그 파급력 때문에 브랜드 업체들은 홈쇼핑 채널을 여전히 중요시한다. 2015년 이후 홈쇼핑 채널 저 성장과 함께 홈쇼핑의 화장품 매출 성장률도 둔화되고 있지만, 화장품 카테고리는 전체 홈쇼핑 시장 매출의 15% 내외 수준을 유지하면서 중요한 마케팅 창구로서 역할을 다하고 있다.

최근 홈쇼핑 업체들의 상황은 좋지 않다. 기존 홈쇼핑 시청 세대가 고스란히 나이 들어 이제 50~60대가 되었고, 신규 시청자 진입은 제한적인 상황이다. 예전에는 홈쇼핑 채널에서만 300억원 매출을 일으키는 브랜드들이 많았는데, 지금은 100억원 브랜드도 찾기 어렵다. 홈쇼핑 시장 규모는 그대로인데, 송출수수료가 증가하면서 홈쇼핑 업체들의 수익성 부담이 커지고 있다. 수익성 악화는 수수료 방식과 판매 단가도 변화시켰다. 매출에 연동하는 정률제 대신 시간당 수수료가 정해져 있는 정액제 방송 비중이 70%로 크게 상승하였다. 화장품 브랜드 업체들 입장에서는 웬만한 자신감을 갖고 BEP 이상을 기대하기 어려운 상황이 된 것이다. 따라서, 화장품 브랜드 업체들이 과거에는 홈쇼핑 채널에서 BEP를 목표로 했지만, 이제는 마케팅비로 간주하고 손실을 감수해야 한다.

화장품 평균 판매단가 상승으로
홈쇼핑 채널 투자 감소

판매 단가도 달라졌다. 과거 평균 단가는 7만원 내외가 일반적이었는데, 현재 화장품 평균 판매단가는 20만원 후반대의 고기능성 상품이 많다. 중저가 가성비를 추구하는 최근 인디 브랜드와는 범주가 다르다. 이에 따라 홈쇼핑 채널에서는 투자자들이 일반적으로 알고 있는 브랜드를 찾기 힘들다. 달바는 홈쇼핑을 줄이고 있고, 아누아나 스킨천사는 홈쇼핑 방송을 하지 않는다. 반면, 홈쇼핑만 전개하는 브랜드들이 있다. 예를 들어 세포랩 같은 브랜드는 한 제품으로 홈쇼핑에서만 매출 1,000억원을 일으키고 있다.

그래도, 여전히 홈쇼핑은 화장품 브랜드 업체들의 핵심 채널 가운데 하나다. i) 홈쇼핑 판매 실적은 수출하는데 용이하다. 그동안 홈쇼핑밖에 안했던 세인트프랑 같은 브랜드들이 수출로 매출을 크게 올리고 있다. ii) 홈쇼핑은 온라인 마케팅의 시험 무대가 되기도 한다. 홈쇼핑 방송 시청률은 틱톡과 같은 온라인 채널에서 '후킹(hooking)' 성공률과 유사한 성격을 갖고 있기 때문이다. iii) 올리브영, 다이소 아니면 홈쇼핑 밖에 제대로 제품을 판매할 수 있는 채널이 없기도 하고, iv) 50~60대 소비를 무시할 수 없기 때문이기도 하다.

올리브영은 이제 매대를 보면 제품의 앞면이 안보이고 옆면이 보일 정도로 SKU가 지나치게 많아졌다. 다이소는 지나치게 저가다. 홈쇼핑 제품은 노출도 측면에서 다른 채널과 겹치지 않고, 홈쇼핑의 광고 기준은 까다롭기로 유명하다. 즉, 피부 고민에 맞춰진 고기능성, 임상 기반 검증된 상품을 중심으로 30~60대를 소비자에게 어필할 수 있는 채널이 홈쇼핑이다. 그래서, 홈쇼핑 업황은 좋지 않지만 브이티와 클리오 같은 전통 브랜드들도 신제품 출시와 성수기 시즌 등 상황에 따라 홈쇼핑 방송 횟수를 조절하고 있다. 최근 화장품 시장 확대와 함께 예전보다 성공하는 브랜드가 많아지다 보니 신규 입점 요청 브랜드가 많아지고 있다. 홈쇼핑 다른 카테고리에 비해 신규 브랜드가 많이 들어오는 편이다.

**홈쇼핑 경쟁 심화로
4Q25 클리오 홈쇼핑 매출
YoY 38% 감소**

클리오와 애경산업 등 홈쇼핑 비중이 상대적으로 높았던 브랜드들의 홈쇼핑 채널 매출이 상당히 부진했다. 2025년 4분기 클리오의 홈쇼핑 매출은 YoY 38%나 감소했다. 송출 시간당 매출이 감소한 것도 있지만, 방송 횟수가 크게 줄었기 때문이다. 경쟁 심화다. 홈쇼핑 방송이 화장품 수출 벤더들 사이 중요한 레퍼런스로 작용하면서 인디 브랜드들의 홈쇼핑 방송 수요가 증가했다. 제약회사들의 화장품이 잇따라 성공하자, 건강기능식품 회사들의 화장품 신출도 활발하다. 개별인정형 원료를 화장품으로 응용하려는 시도이다. 이런 브랜드들은 제품 설명에 더 많은 내용과 노력이 들어가야 하므로 한시간 동안 온전히 제품 설명과 광고를 할 수 있는 홈쇼핑 채널이 안성맞춤이다. 한편, 홈쇼핑 업체들이 화장품 방송 시간을 조금씩 늘리고 있지만, 카테고리 믹스를 감안하면 무작정 늘릴 수는 없는 노릇이다. 대신 홈쇼핑 입장에서 수익성에 좋은 정액 방송을 늘리고 있다. 과거와 같은 정률 방송 체제를 고집하는 클리오와 애경산업, AHC 등이 밀려나고 있는 것이다.

50~60대 시청자에 한정된 매출로 외형 성장에 한계를 뼈저리게 느끼고 있는 홈쇼핑 업체들에게 화장품 방송 수요 증가는 가뭄의 단비다. 상품력 있는 화장품 브랜드를 잡기 위한 노력이 다양한 방면으로 진행 중이다. 브랜드 업체에 대한 지분 투자도 적극적이다. 인디 브랜드들의 열악한 현금흐름을 지원하면서 매출은 물론 투자수익도 도모하는 것이다. 국내외 유통 조직이나 계열사를 두고 있는 업체들은 국내 오프라인 유통과 해외 수출까지 협력을 약속하고 있다.

**홈쇼핑 업체,
MD 역량으로
인디브랜드 신제품 기획 진출**

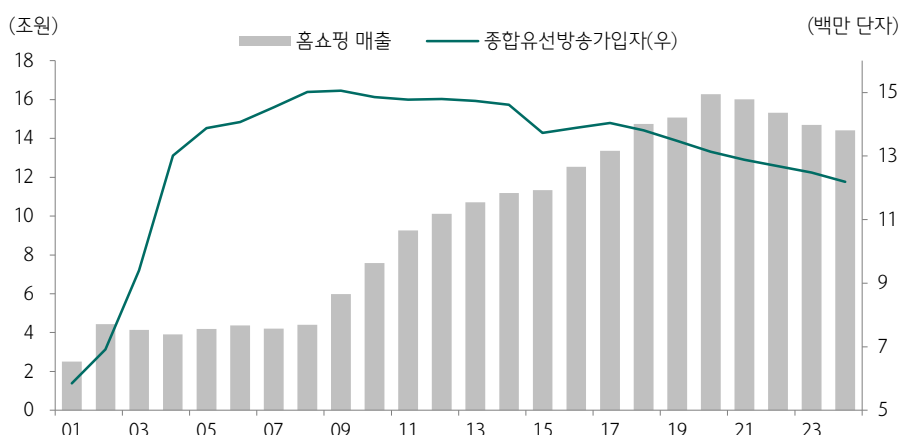
심지어 신제품 상품기획까지 나서고 있다. 신세대 인디 브랜드들의 공통적인 특징은 슬림한 조직에 있다. 또한 10대~20대를 타겟으로 한 브랜드들이 대부분이다. 이런 인디 브랜드 컨셉을 50~60대 용으로 전환하기는 쉽지 않다. 별도의 상품기획이 필요한데, 인디 브랜드들은 인력구조상 그럴 여유가 없다. 그 빈틈을 홈쇼핑 MD들이 메우는 것이다. 홈쇼핑 화장품 MD는 국내 모든 채널 화장품 MD 가운데 가장 뛰어난 역량을 자랑한다. 시장의 트렌드와 네트워크, 상품 분석에 있어 홈쇼핑 MD를 능가하는 조직은 별로 없다. 분초 단위 치열한 경쟁 가운데 제고된 실력이다. 이런 우수한 조직이 신제품을 기획해준다면 인디 브랜드 업체 입장에서는 마다할 이유가 없다.

2026년 홈쇼핑 업체 실적 회복세 진입

2026년 들어 홈쇼핑 업체들의 실적이 빠른 회복세에 있다. 롯데홈쇼핑의 2026년 상반기 영업이익은 전년 동기 대비 두배 이상 증가할 것으로 예상된다. i) 가장 큰 비용 요인으로 작용했던 송출수수료가 더 이상 증가하지 않는 가운데, ii) 화장품/건기식/패션 카테고리 중심으로 매출이 증가하고 있기 때문이다. 영업레버리지가 효과가 자연스럽게 커지고 있다. 홈쇼핑 자체 사업 역량은 대단히 탄탄하게 잡혀 있다. 특히 전 유통 업체 가운데 MD 능력은 가장 우위에 있다. 초/분 단위로 치열하게 경쟁하면서 소비자의 니즈를 파악하고, 해당 상품을 적당한 수량과 적당한 가격에 소싱, 패키징하는 능력이 자연스럽게 배양되었다. 2010년대 초와 같은 영광은 아니겠지만, 때문에 각 유통 대기업들의 안정적인 수익원으로서 역할은 충분히 지속할 수 있을 것으로 본다.

종합유선가입자 수 감소로 홈쇼핑 매출 둔화

도표 13. 종합유선방송(케이블TV) 가입자수와 홈쇼핑 매출 추이



자료: 통계청, 산업통상자원부, 하나증권

3) 2013년~2019년: 한국 소비시장 급격한 변화

2013년 전후
저성장 국면 진입 및
합리적/가치형 소비 확산

2013년 전후 한국 유통 시장 역사상 가장 급격한 변화의 소용돌이에 있었다. 저성장 국면으로 접어들면서 합리적/가치형 소비가 확산하였다. 2012~13년 백화점 핵심 카테고리였던 의류와 화장품 카테고리가 대거 홈쇼핑으로 유입되면서 2년 정도 홈쇼핑이 크게 성장했다. 케이블TV 보급률이 최고치를 기록하는 우호적인 사업 환경 변화도 있었다. 학교에서는 주5일 수업이 전면 시행되고, 주5일 근무제가 빠르게 확산하였다. 마침 1인당 GDP 3만 달러 시대가 열렸다. 소득 수준 상승으로 상승레저/여행시장이 크게 성장하는 환경이 되었다. 패션/가전과 같은 유형상품에서 레저/여행 같은 무형상품으로 소비가 이동하기 시작했다. 스마트폰 보급률이 확대되면서 오프라인에서 온라인으로 소비가 전환되었다. 표준화 되어 있고 가성비가 중요한 가전 카테고리가 가장 먼저 영향을 받았고, 패션과 화장품 같은 고관여 카테고리도 확산하였다.

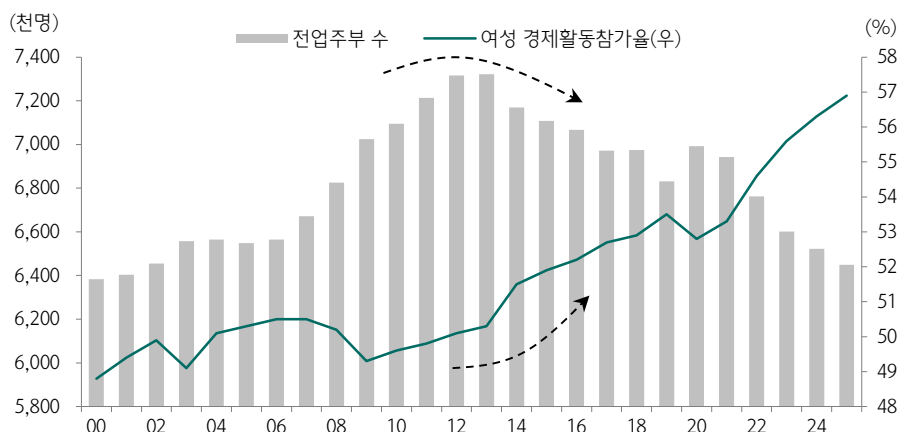
식품은 좀더 오래 버텼는데, 왜냐면 신선도를 유지하면서 배송해야 하기 때문이다. 쓱닷컴과 롯데마크,마켓컬리가 콜드체인과 CA(Controlled Atmosphere) 저장고를 통해 이 문제를 풀어내면서 식품 온라인 시장이 커졌는데, 결국 쿠팡이 막강한 물류 인프라를 통해 콜드체인 부재를 극복하면서 식품 온라인 시장에서도 1위에 올랐다. 이는 식품 비중이 70%에 이르는 대형마트와 슈퍼 시장 사업 기반을 흔들었다. 여성의 경제참여율 상승은 새벽배송/식품온라인에 대한 수요를 더욱 키웠다.

온라인화는 유통 시장뿐 아니라 모든 B2C 업체들에게, 특히 각 부문 1등 업체들에게 근본을 흔드는 위협으로 다가왔다. 2012년까지는 오프라인의 시대였고, 각 부문에 1등하는 업체들은 모두 막대한 오프라인 인프라를 보유하고 있었다. 전술한 롯데하이마트 뿐 아니라, 아모레퍼시픽의 방판, 코웨이의 렌탈, 한샘의 가구 대리점, 하나투어의 여행사 대리점 등 수많은 각 분야 1등 기업들이 사업 구조조정의 시험대에 올랐다.

한편, 중국인 관광객이 크게 증가하면서 면세점 채널이 호황을 맞이했다. 하지만, 2017년 사드보복조치와 한한령으로 중국인 인바운드 관광객은 절반으로 줄고, 면세점은 중국 타이공들의 화장품 무역벤더로 사업구조가 왜곡되었다. 실적은 재차 좋아졌지만, 시간이 갈 수록 불안감은 커졌다.

도표 14. 여성 취업자수와 여성 경제참여율 추이

여성의 경제활동 참가율 증가로
새벽배송/식품온라인 수요 확대



자료: 통계청, 하나증권

(1) 온라인화: ASP의 하락, 유통 마진의 최소화

e-커머스 확대에 의한 소비시장의 변화는 책 한권을 써도 모자랄 정도로 크다. 온라인 채널은 여전히 여러 유통 업체 가운데 가장 성장률이 높고, 채널 비중을 늘리고 있다. 공산품에서 식품 온라인, 해외직구까지 영역을 넓히고 있으며, 유통 업체는 물론, 브랜드, OEM/ODM 업체들의 사업 구조에도 영향을 미치고 있다. 여기서는 온라인화의 본질과 이로 인한 유통 산업 역학 관계의 변화에 대해서만 한번 더 상기해 본다.

소비의 온라인화로 쇼핑가격 및 마진 획기적 감소

소비의 온라인화가 소비 시장에 이렇게 큰 변화를 초래한 이유는 그 파괴력에 있다. 쇼핑가격과 마진을 획기적으로 낮추었다. 우리가 온라인 쇼핑을 사용하는 이유는 스마트폰을 사용한 편리한 쇼핑, 간편한 결제, 빠른 배송 등 여러 가지가 있지만 가장 큰 이유는 역시 가격이 싸다는 점이다. 오프라인 점포가 제품을 체험해 보는 쇼룸(Show Room)이 된 이유는 가격 때문이다. 빠르고 편리한 배송과 간편한 결제는 온라인 유통 업체들 사이의 경쟁력일 뿐이다.

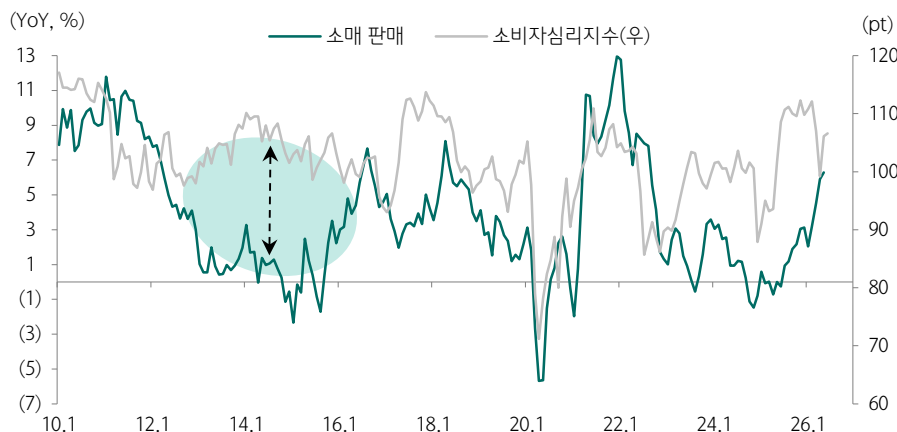
2013년 이후 1% 내외에 머무른 소비자물가 상승률

온라인 유통, 온라인화라고 하면 상당히 광범위하고 추상적인 개념처럼 보이는데, 한마디로 구체화시키면 ASP(Average Selling Price) 하락이라고 말할 수 있다. 2013년 이후 지난 10년 동안 소비자물가 상승률은 거의 1% 내외에 머물렀다. 2017년 2%를 몇 개월 넘은 적이 있지만, 2013년 이전과 비교하면 1950년 한국전쟁 이후 이렇게 물가가 긴 시간 동안 하향 안정화돼 있던 시기는 한 번도 없었다. 국제유가 하락, SPA(Specialty Store Retailer of Private Label Apparel)와 원브랜드숍 등 매스 시장 확대 영향도 있겠지만, 2012년 이후 오픈마켓과 소셜커머스, 해외직구 등 온라인을 기반으로 한 새로운 유통 채널의 고성장세가 두드러졌다.

이러한 디플레이션 같은 현상은 소비심리 개선에도 불구하고 소매 판매 증가율이 제자리에 있는 모순적인 상황을 잘 설명해 준다. 소매 판매는 말 그대로 판매액 개념이다. 가격요인(P)과 수량요인(Q)을 모두 살펴봐야 한다. 2012~15년 소비심리는 100을 넘어서는 양호한 상황이었지만, 소매 판매는 역신장을 지속했다. 당시 소매 판매 부진은 가게 구매력이나 소비심리 위축에 의한 소비량(Q)의 저하 때문이 아니라 유례없는 물가(P)의 하향 안정화에 의한 가격체계 왜곡, 즉 수요 증가에도 인플레이션이 발생하지 않는 현상 때문일 수 있다. 아울러 디플레이션 현상은 개별 브랜드/유통 업체들의 이익 규모를 낮추는 요인으로 작용한다. 유통 업체들은 객단가(P) 하락에 따라 객수(Q) 증가에도 불구하고 전체적인 매출 증가율이 둔화되면서 고정비 부담이 커지게 된다. 의류/화장품 업체들은 마크업(Markup) 배율(원가대비 판가 배수)이 하락하고, 할인판매 비중이 상승하면서 영업이익률이 떨어지게 된다.

도표 15. 소비심리와 소매 판매

2013~2015년
소비심리 개선에도 불구하고,
제자리인 소매판매



자료: 통계청, 하나증권

소비행위의 기본적인 목표는 ‘원하는 물건’을 ‘가장 저렴하게’ 사는 것이다. 소비의 합리성이란 이 목표를 달성하기 위해 다양한 방법을 모색하는 과정이다. 일반적으로 합리적 의사결정을 방해하는 요소로 ‘시간’과 ‘돈’, ‘정보의 제약’을 꼽는다. 소비에서도 크게 다르지 않다. 수많은 생산자와 상품은 다양한 소비자의 기호와 만나 수많은 교환의 조합이 발생하게 되는데, 이를 하나로 모아 주고 ‘거래 수수료’를 가져가는 것이 유통 사업의 핵심이다.

시간과 공간의 제약이 커질수록 ‘정보의 비대칭성’도 커지기 때문에 유통 업체의 가치는 높아진다. 백화점에 물려드는 수많은 고객(집객력)은 입점 브랜드 업체들에게 높은 협상력으로 작용하고, 이에 따른 다양한 상품 카테고리(소싱 능력)는 추가적인 집객으로 선순환되어 백화점의 높은 매출과 마진으로 이어진다. 그런데 여기에 온라인 채널이 끼어들면서 브랜드 → 유통 업체 → 소비자로 이어지는 밸류체인이 흔들리게 된 것이다. 마치 용팔이와 소비자 사이에 다나와가 끼어들면서 용산전자상가 거래 풍경이 크게 달라진 것과 같이 말이다. 온라인화로 소비의 합리성이 높아진 것이다.

(2) 유통 산업의 기본 가정이 깨지다

2013년 전까지 필자는 유통 업종 기초 세미나를 할 때 “유통은 최소한 안방은 지키는 비즈니스다.”라는 말을 가장 먼저 했다. 백화점과 대형마트 등 유통 업종은 이미 상당히 포화돼 있고, 과점화가 끝난 업종이기 때문에 개별 업체들의 고성장을 기대하기는 어려운 상황이었다. 다만 해외 기업이 한국에 들어오기 어렵기 때문에 민간소비 증가율에 준하는 안정적인 실적은 가능하다. 따라서 경기적인 요인을 잘 살피면서 투자하면 쓸쓸한 투자 수익을 기대할 수 있을 것이란 아이디어였다.

높은 시장점유율은 바잉파워로,
바잉파워는 마진 확보로 이어짐

과거에 유통 업종은 진입장벽이 높고 규모의 경제로 마진 개선을 이어갈 수 있는 안정적인 산업이었다. 유통 업종의 해외 진출이 대단히 어렵다는 점은 지금도 크게 다르지 않다. 바잉 파워가 형성되기 어렵기 때문이다. 모든 소비자는 좋은 제품을 싸게 구매하기 원하기 때문에 유통 업체들이 돈을 벌려면 좋은 제품을 싸게 팔고도 마진이 남아야 한다. 벤더들에게 상품을 싸게 사 올 수 있는 능력이 바잉 파워다. 바잉 파워는 높은 시장점유율을 전제로 한다. 농심이 새우깡을 동네슈퍼보다 이마트에 싸게 공급하는 이유는 워낙 새우깡을 많이 팔아 주기 때문이다. 결국 시장점유율이 높아야 바잉 파워가 강해지고, 그래야 유통 업체는 마진을 확보할 수 있다.

바잉 파워 확보 불가로 중국 진출 철수한 국내 대형마트

국내 대형마트 업체들의 중국 진출과 철수는 이러한 유통 시장의 폐쇄성을 잘 보여 주는 예다. 2010년 이후 중국 소비시장이 빠르게 커지면서 이마트와 롯데쇼핑도 중국 시장에 출사표를 던졌다. 빠르게 시장점유율을 확보하고, 바잉 파워를 올리면서 규모의 경제로 이익을 개선해야 하는데 한국 오프라인 유통 업체는 거기까지 도달하기 어려웠다. 이미 중국 내에 RT마트 등 메이저 유통 업체들이 어느 정도 자리를 잡고 있었기 때문이다. 국내에서 시장점유율이 30%가 넘는 이마트의 중국 시장점유율은 1%도 채 되지 않았다. 이는 GPM의 차이로 나타난다. 이마트의 국내 GPM이 25% 수준인 반면, 중국 법인은 15% 수준에 불과했다. 롯데마트의 경우에도 매장수가 가장 많은 상해법인 GPM이 그나마 20%였고, 심양 지역은 15% 이하였다. 판관비를 아무리 줄여도 적자일 수밖에 없는 구조였다.

유통 업체들이 해외 진출이 어렵다는 말은 해외 업체들의 국내 진출 역시 힘들다는 것을 의미한다. 월마트나 까르푸가 국내에 진출했다가 이마트 등 국내 업체에 매각하고 철수한 사례가 있다. 하지만 이런 ‘최소한 안방은 지키는 비즈니스’라는 업종 프리미엄은 2013년 이후 온라인 쇼핑 확대로 산산이 부서졌으며, 오프라인 유통 업체들의 사업은 크게 흔들리기 시작했다.

집이 무너지기 전에 기둥이 먼저 흔들리듯이 한 시대를 지배하던 패러다임이 바뀌게 될 때는 그 패러다임의 축을 이루는 가정이 먼저 흔들리게 된다. ‘이동’의 기본적인 가정은 ‘말’이었고, ‘전화’의 기본적인 가정은 ‘선’이었으며, ‘가격’의 기본적인 가정은 ‘노동’이었다. ‘말’이 ‘가솔린’으로, ‘선’이 ‘무선’으로, ‘노동’이 ‘효용’으로 바뀌면서 산업 구조가 변화하게 되었다. 2010년 이전 가장 기본적인 유통 시장의 가정은 무엇이었을까? ‘건물’이었다. 이전까지 유통은 많은 부지와 건물이 필요한 ‘장치산업’이었다. 마진은 바잉 파워에서 나왔고 바잉 파워는 높은 시장점유율, 즉 매출 규모에 기반을 두었다. 백화점, 대형마트, 편의점 등 각 유통 부문에서 20% 정도는 시장점유율을 확보하고 있어야 어깨에 힘주고 벤더들을 만날 수 있다.

과점화가 끝난 한국의 백화점 유통 시장

예를 들어 한국 백화점 시장 규모는 약 30조 원 정도다. 시장점유율 20%라면 연간 총매출 규모 6조 원이다. 백화점은 점포가 필요하다. 연간 총매출 규모 6천억 원의 백화점 1개 점포를 신규 오픈하기 위해 약 6천억 원 내외 Capex가 필요하다. 토지가 절반 정도 되고, 나머지가 건물과 인테리어에 소요된다. 백화점은 도심에 들어서기 때문에 땅값이 비싸다. 매출 6조 원을 위해서는 대략 10개 점포가 필요하고, 약 6조 원의 초기 투자비용이 발생한다. 성장률이 3~5%밖에 나오지 않는 포화된 시장에 6조 원을 새로 투자하는 행위는 상당히 비합리적으로 보인다. 그래서 한국의 백화점 유통 시장은 과점화가 끝난 시장이다. 롯데/신세계/현대 백화점 3사가 각각 15~30개 점포를 운영하고 있고, 각각 20% 내외 시장점유율을 확보하고 있다. 이제 뉴코아/애경 백화점을 찾아보기 어렵다. 대구의 경우 동아백화점에 이어 대구백화점도 영업을 종료했다.

**낮은 Capex는
온라인 유통 ASP 감소의
핵심적 이유**

하지만 이런 기본적인 가정이 온라인 유통 시장에서는 큰 의미가 없다. 온라인 유통은 판매 점포가 크게 필요 없다. Capex 부담이 현저히 작은 것이다. 국내 현대백화점과 신세계 등 총매출 규모 6조 원내외 메이저 백화점 업체들의 유형자산 규모는 6조 원이 넘지만, 2020년 거래액 22조 원을 자랑하는 쿠팡의 유형자산은 당시 1조 원밖에 안 된다. 그것도 대부분 물류센터 관련 자산이다. 오픈마켓 형태의 11번가나 위메프, 티몬의 경우는 이마저도 없다. 이베이코리아의 유형자산은 630억 원(2018년 기준)밖에 안됐다. 투자비를 회수할 게 별로 없는 것이다. 투자한 돈이 크지 않기 때문에 기대수익률도 낮다. 영업이익률이 높지 않아도 된다. ASP를 낮출 수 있는 핵심적인 이유다.

아울러 고정비 부담이 작다. 백화점이나 대형마트 1개 점포를 운영하려면 주차/진열/안내/계산 요원들을 포함하여 평균 300명 이상 고정인력이 투입된다. 그래서 이마트의 인건비는 1조 원이 넘는다. 하지만 온라인 유통은 이런 고정비 부담이 없다. 판매 상품에 대해 일괄 관리하는 종합몰이 아닌 오픈마켓의 경우는 콜센터도 따로 운영하지 않는다. 이마트와 유사한 거래액 규모의 이베이코리아의 급여는 690억 원(2018년 기준)에 불과하다. 판매비가 적게 소요되므로 그만큼 가격을 낮출 수 있다.

(3) 낮아진 진입장벽에 옵션이 된 마진

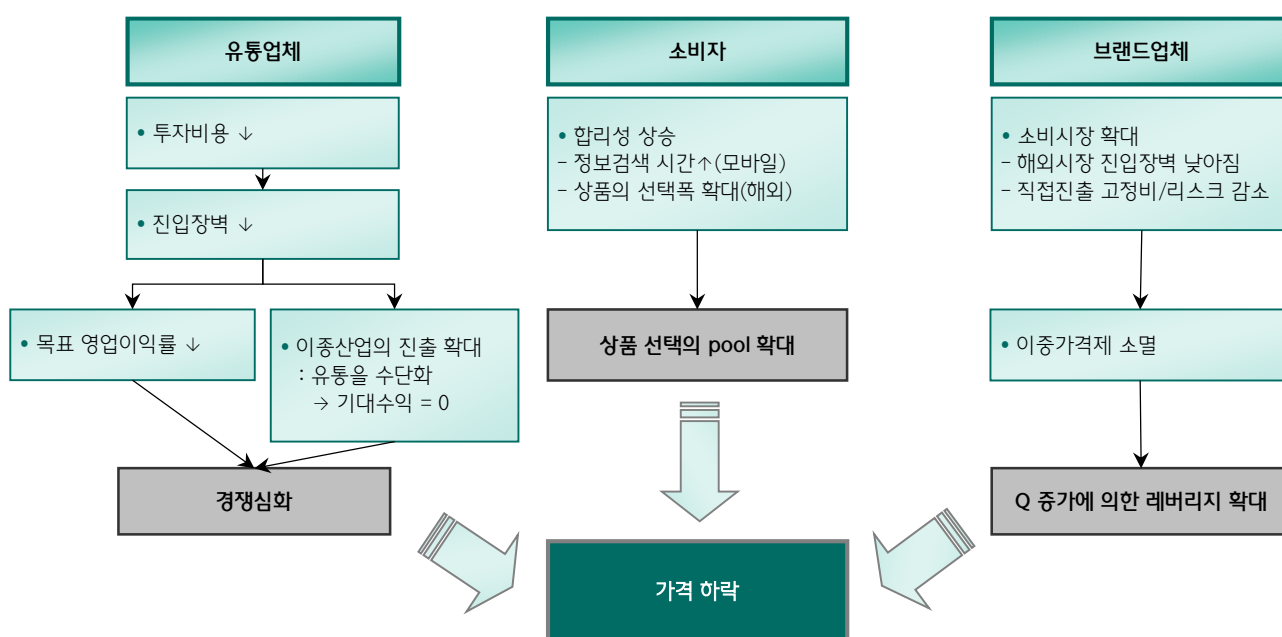
온라인 유통의 낮은 투자비용과 고정비는 유통 시장의 진입장벽을 크게 낮추었다. 더 큰 문제는 다음부터다. 진입장벽이 낮아지면서 다른 산업에서 1등 하는 메이저 업체들이 유통업을 기웃거리기 시작했다. 대표적인 예가 SKT의 11번가와 네이버의 네이버쇼핑이다. 카카오 커머스도 있다. 이들의 공통점은 유통 사업에서 가장 어려운 작업이라고 할 수 있는 ‘집객’을 이미 끝내 놓았다는 것이다. 이견희 회장이 백화점 사업을 왜 ‘부동산업’이라고 정의 내렸는지 생각해 보면 명확하다. 유통업의 핵심은 유통인구가 많은 곳에 입지를 잘 선택해야 하는 것이다. SKT는 국내 2,500만 명 이상 가입자를 보유하고 있으며, 네이버는 한국 인터넷 포털 사이트, 카카오톡은 국내 최대 SNS다. 세 회사의 쇼핑 거래액을 합하면 2020년 기준 40조 원이었다. 국내 백화점과 대형마트 시장 규모가 30조 원 내외라는 점을 감안하면 오프라인 유통 채널 하나가 통째로 세 회사로 넘어간 것이나 다름없다.

**다른 무언가를 위한
‘수단’이 된 유통 사업**

더 큰 문제는 이들 업체들의 사업 목적이 ‘마진’에 있지 않다는 점이다. SKT의 경우 이미 2,500만 명의 고객 데이터를 갖고 있으니, 이들의 쇼핑 정보까지 갖게 될 경우 나중에 신규 사업을 진행하는 데 훌륭한 리소스가 될 수 있지 않을까 하는 아이디어가 들어가 있었다. 네이버쇼핑의 주 수익원은 유통 판매수수료가 아니라 검색 카테고리 확대를 통한 광고/마케팅 수입이다. 심지어 네이버쇼핑은 숨인숨으로 입점 업체들로부터 받는 판매수수료 일부를 고객들에게 페이백 해주고 있다. 그래서 국내 온라인으로 상품을 가장 싸게 살 수 있는 방법은 네이버쇼핑의 가격 비교를 타고 들어가 해당 사이트에서 구매하는 것이다. 유통 사업이 다른 무언가를 위한 ‘수단’이 된 것이다. 유통 사업에서 수익을 남길 필요가 없으니 추가적인 가격 하락 요인이 되었다.

모든 사업은 돈을 벌기 위해 한다. 기존 오프라인 유통 업체들은 유통 사업에서 이익을 반드시 내야 하지만 11번가와 네이버쇼핑에게 마진은 옵션이 되었다. 마진에 대한 가정이 깨진 것이다. 기존 유통 업체들의 높은 바잉 파워에 의한 GPM 우위는 의미가 없어졌다. '이익 나지 않는 큰 회사'들이 등장하게 된 것이다. 경쟁은 심화되고, 상품 가격은 하락할 수밖에 없다. 온라인 유통은 제로마진으로 귀결되고 있다. 돈을 벌기 위해 유통 사업을 전개하는 기존 유통 업체들은 당황스럽다. 롯데쇼핑/신세계/현대백화점 등 오프라인 비중이 절대적이었던 기존 대형 유통 업체들은 온라인 채널 침식으로 시장점유율이 떨어질 뿐 아니라 고정비 부담이 커지면서 구조적인 수익성 하락 국면에 접어들게 되었다.

도표 16. 온라인화에 따른 소비 경제주체별 가격 하락 요인 요약



자료: 하나증권

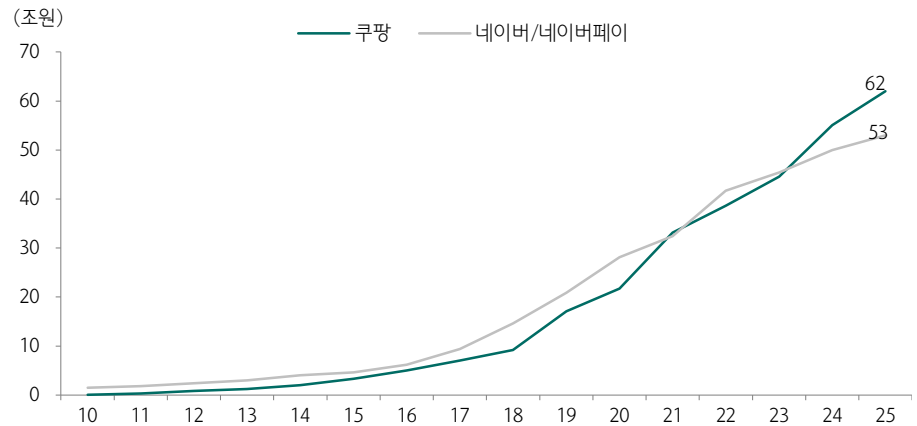
결국, 스마트폰 보급률이 확대되면서 온라인 유통 시장은 새로운 전기를 맞이하게 되었는데, 소비자와 유통 업체, 브랜드 업체 모두에게 ASP 하락 유인이 있었다. 특히 온라인 유통 시장은 '진입장벽'과 '마진'이라는 유통 시장의 두 기본적인 가정이 깨지면서 BEP를 넘기 힘든 완전경쟁시장으로 변해 갔다. 네이버와 SKT 등 이종 산업에서 이미 막대한 집객을 확보한 1등 업체들이 유통 사업을 '도구화'하면서 이런 현상은 더욱 짙어졌다. 아무리 매출이 증가해도 유통 사업 자체만으로는 이익을 내기 어려워진 것이다.

한국 온라인 유통 시장은 다른 주요 국가와 달리 상당히 파편화돼 있었고, 이는 네이버 같은 가격 비교 사이트에게 기회로 작용했다. 하지만 쿠팡이 어마어마한 투자와 마케팅 확대를 통해 역마진과 MS 확대 전략을 지속하면서 시장 재편의 시기로 접어들었다. 홈쇼핑 업체들은 마케팅을 축소하고 TV 상품과 시너지를 추구하는 정도로 전선을 내렸다. 네이버는 이미 막대한 영업이익이 쇼핑 관련 트래픽에서 발생하고 있기 때문에 시장 재편을 좌시할 수 없었는데 전향적인페이백 서비스를 도입하고 라이브커머스, 스마트스토어, 풀필먼트 서비스 등으로 오픈마켓의 Lock-In 한계를 극복하고 있다.

이에 따라 한국 온라인 유통 시장은 막강한 바잉 파워와 배송 서비스를 기반으로 한 쿠팡, 국내 최대 온라인 유통 플랫폼으로서 네이버 양강 구도로 전개되고 있다. 그 밖에 온라인 유통 업체들의 경우 대기업 모회사의 도구적 용도가 아닌 이상 자체적인 역량으로 기업가치를 제고하기에는 어려워 보인다. 티몬, 위메프는 이미 실패했으며, 마켓컬리까지 수익 창출 가능성과 M&A 가치를 평가하기 쉽지 않다는 판단이다.

도표 17. 쿠팡과 네이버 거래액 추이

한국 온라인 유통 시장은 쿠팡,
네이버 양강 구도로 전개 중



자료: , 각 사, 하나증권

(4) 레저시장의 확대: 유형→무형상품으로 소비의 이동

2015년으로 기억한다. 한 방송사 뉴스에서 백화점 판매가 X%나 감소했다고, 내수 소비 부진을 우려하는 내용이었다. 그런데, 클로징 멘트에서 전세가격이 상승하고, 교육비 부담이 커지니 가계가 소비에 쓸 돈이 없다는 식으로 원인을 찾았다. 전세가격이 상승한 것도, 교육비가 증가하고 있는 것도 사실이었지만, 가계가 소비에 쓸 돈이 없다는 근거, 숫자는 없었다. 이런 뉴스와 절대로 같이 나오지 않는 뉴스가 있다. "올해 추석에도 해외여행을 가고자 하는 내국인 출국자 수가 역대 최고치를 경신했습니다."라는 보도다. 실제로 내국인 아웃바운드 인구는 2010년 1,250만명에서 2018년 2,870만명까지 연평균 11%씩 증가했다.

증권사 애널리스트 가운데 전망치가 가장 많이 틀린 섹터 가운데 하나가 내국인 아웃바운드 여행객 추정치였다. 민간소비가 2~3% 증가하는데, 아웃바운드를 YoY 15% 추정할 수는 없는 노릇이다. 한해 15% 증가했다면, 그 다음년도에는 한 7% 증가하는 것으로 한다. 전년도 베이스도 높으니 부담이 크다. 그런데, 매년 10% 이상 증가했다.

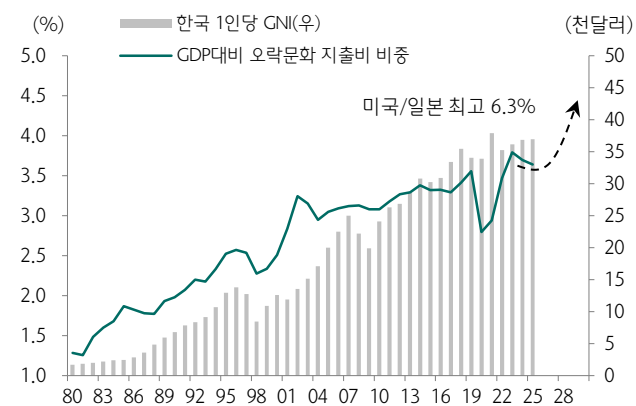
경제의 고도성장기, 가계 노동과 여가의 시간 자원에 대한 분배를 보면 노동 비중을 높이는 것이 타당하다. 임금 상승과 승진 등 다양한 기회가 주어지기 때문에 여가의 기회비용이 크기 때문이다. 저축을 한다. 이자율도 높지만, 내 집을 마련하기 위한 목돈이 필요하다. 소비는 자동차/가전/가구/의류/주방용품 등 내구재와 생활필수품이 주 품목을 이룬다. 이들 재화들은 대체로 지속적인 노동을 위한 지원 또는 인프라 성격이 짙다.

경제 규모가 일정 수준 이상을 넘어서, 경제 성장률이 하향 안정화, 즉, 경기 둔화가 구조화될 경우, 가계의 생활 패턴은 변할 수 있다. 인사는 적체되어 있고, 임금 상승은 제한적이며, 이자율도 낮다. i) 노동의 한계효용이 떨어지면서 여가에 대한 시간 배분이 늘어난다. ii) 소비 패턴 역시 윤택한 삶을 위한 소비로 전환한다. 여행이나 공연에 대한 수요가 증가하고, 화장품 소비가 증가한다. 소비를 통해 현재 효용을 극대화할 수 있는 소모품의 비중이 상승하는 것이다. iii) 합리적 소비다. 제한적인 소득 증가는 미래 소득에 대한 기대감을 낮추면서, 과시형 소비보다 계획적/합리적 소비로 유도한다.

한국 노동자
평균 노동시간 감소에도 불구하고,
여전히 낮은 문화오락비 지출 비중

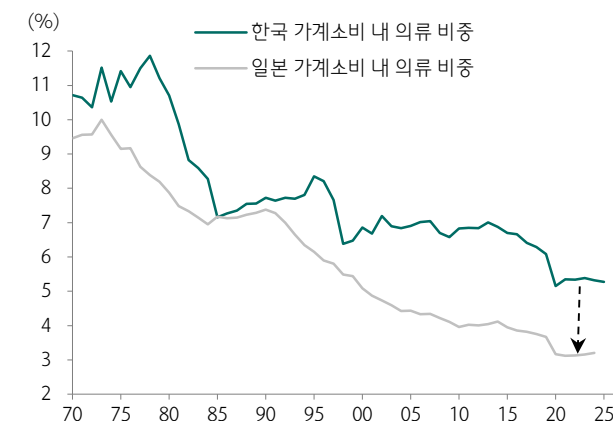
한국 노동자의 평균 노동시간은 크게 감소했다. 2000년 연평균 2,512시간에서 2010년 2,163시간, 2020년 1,908시간에 이어 2025년은 1,833시간까지 줄었다. 2000년에 비해 27%나 감소했고, 이제 OECD 평균(1,736시간)과 5%밖에 차이 나지 않는다. 하지만, 가계의 문화오락비 지출 비중은 GDP 대비 여전히 3.6%에 머물러 있다. 미국/일본의 최고점(6.3%)에 현저히 못미치는 수준이다. 두 나라 모두 일인당 GDP 3만달러 수준에서 최고점에 도달했다는 점을 감안하면, 한국 가계는 '노는 것'에 여전히 인색한 편이다. 하지만 오락레저 소비의 증가 가능성은 열려 있다고 볼 수도 있다. 월 소득 수준이 올라갈 수록 가장 탄력적으로 비중을 늘리는 소비 카테고리가 오락문화비다. 반면, 소득 수준이 올라가도 의류 소비 비중은 크게 늘리지 않는다. 한국 가계의 의류 소비 비중은 계속 하락하고 있는데, 2025년 5%로 여전히 일본(4%)보다 높은 수치다. 내수 의류 업종에 대해서는 보수적인 접근이 바람직하다.

도표 18. 한국 GDP 대비 오락문화비 비중



자료: 통계청, 한국은행, 하나증권

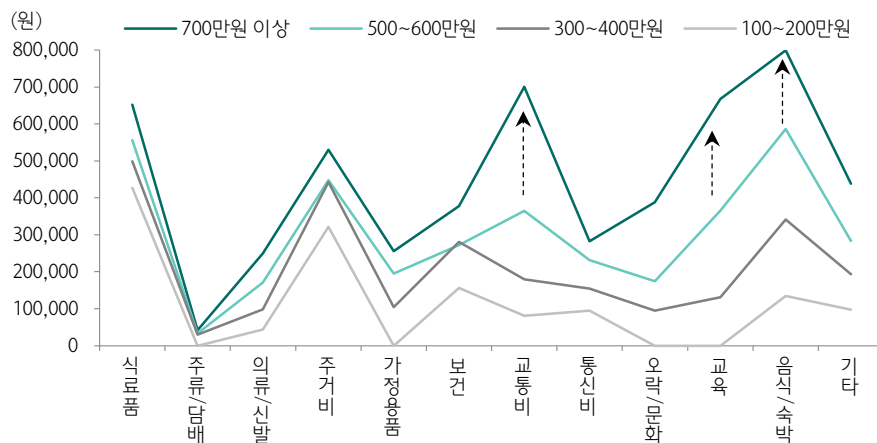
도표 19. 한국 vs. 일본 가계 소비에서 의류비 지출 비중



자료: 한국은행, 일본 통계청, 하나증권

도표 20. 가계 소득 수준별 소비 카테고리 비중

소득 수준 증가는
오락/문화/레저소비 확대로
이어질 가능성



자료: 통계청, 하나증권

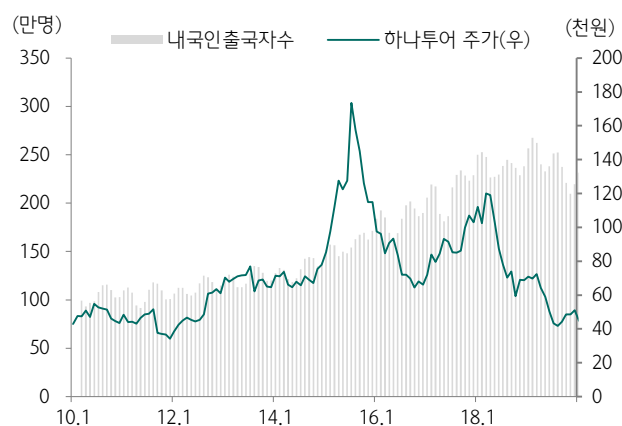
선진국 저성장기 소비패턴 변화를 단적으로 보여주는 MUJI의 성장

일본의 대표적인 생활용품 전문점 'MUJI'의 성장은 선진국 저성장기 소비패턴 변화를 단적으로 보여주고 있다. MUJI는 일본 경제의 저성장 국면에 가장 고성장한 업체 가운데 하나다. 매장수는 1990년 204개에서 2013년 385개로 증가했고, 가파른 매출 성장(1993~2000년 CAGR 20%)과 수익성 개선(OPM 1993년 4.2% → 2000년 11%, 1999년 12.9%로 정점)을 이루었다. 한국에서는 다이소의 고신장이 이에 견줄만하겠다. 다이소는 2010년 매출 약 6,500억원, 점포 700개 수준에서 2025년 매출 4.54조원 점포수 1,610개로, 15년 동안 연평균 8%의 엄청난 매출 성장세를 보였다.

2015년 전후, 경기는 좋지 않은데, 해외여행은 왜 이렇게 많이 증가하는 것일까? 옷은 왜 이렇게 안 팔리는 것일까? 스몰 럭셔리와 홈퍼니싱 시장의 유행, 미술 수요 확대, 대형 패밀리 레스토랑의 부진과 맛집의 유행, 심지어 '냉장고를 부탁해'와 같은 요리 프로그램의 선전을 보면, 소비 트렌드 변화의 공통 분모를 찾을 수 있다. '사회'에서 '가정'으로, '보편적 유행'에서 '특별한 나만의 것'로 이동이다. 밖에서 일하는 시간을 줄이고, 가정에서 '나'와 '가족'들에게 투입하는 시간을 늘린 것이다. 노동에서 여가로 시간 배분이 증가했음을 의미한다.

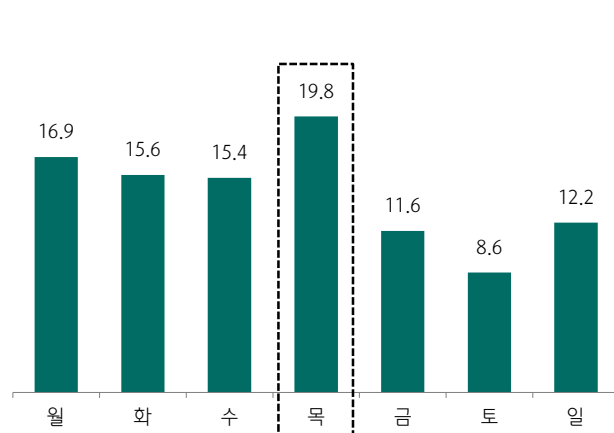
오락/레저시장 확대 배경은 이외에도 여러가지가 있다. 2010년 이후 저가항공사 확대는 해외 여행의 문턱을 낮추는 역할을 했고, 2013년 이후 온라인화도 일정 지분이 있을 것으로 본다. 시간(주말 쇼핑 시간 축소)과 예산(공산품 가격 하락)의 여유를 갖게 된 가계의 자원이 오락/레저 소비 확대로 전환된 것이다. 온라인화의 핵심은 가격 하락에 있다. 특히, 생수/과자/음료수/화장지 등 많은 생필품을 훨씬 저렴한 가격에 모바일 앱에서 살 수 있게 되었다. 가게는 두 가지 여유를 갖게 되었다. 주말에 차를 끌고 번거롭게 대형마트나 백화점에서 온종일 쇼핑할 필요가 없게 되었으며, 생필품에 소요된 자금을 다른 데로 전용할 수 있게 되었다. 쿠팡을 비롯한 온라인 유통 업체들의 요일별 쇼핑 비중을 보면, 백화점/대형마트와 달리 주말과 휴일 비중이 가장 낮은 것을 확인할 수 있다. 목요일에 주문하고 금요일 오전에 받아서, 금요일 저녁에 떠나는 것이다.

도표 21. 내국인 출국자 수와 하나투어 주가 및 실적



자료: 한국관광공사, QuantWise, 하나증권

도표 22. 온라인 쇼핑 요일별 비중



자료: 11번가, 하나증권

(5) 편의점: 1~2인 가구 확대로 구조적 성장

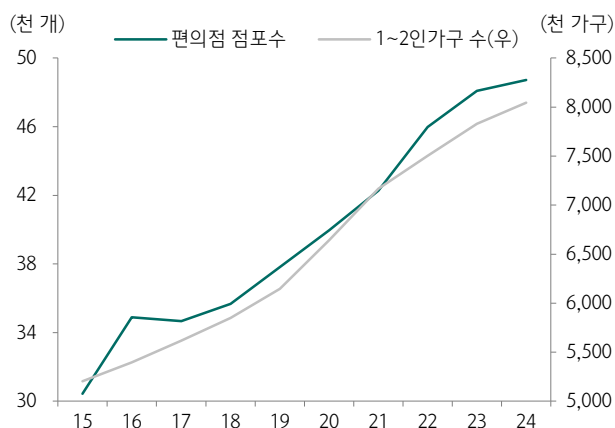
1~2인 가구 확대 및 상품 믹스 개선, 서비스 영역 확대에 따라 높은 신장세를 보이는 편의점

2019년 유통 채널별 성장률을 보면 편의점 업종은 온라인과 면세점 다음으로 높다. 1~2인 가구 확대에 따른 소량/간편 구매 성향 확대, PB와 F/Fresh Food 등 상품 믹스 개선, 우편과 금융 등 서비스 영역 확대에 따라 2014년 이후 높은 신장세를 이어 오고 있다. 다만 편의점 가맹점주들은 때에 따라 손에 들어오는 소득이 상당히 달라진다. 산업 성장률이 반드시 가맹점주의 소득으로 이어지는 것은 아니다. 가맹사업은 점포 수가 굉장히 중요하다. 점포 수가 지나치게 많이 증가한다면 점포당 매출은 감소할 수 있기 때문이다. 가맹점주의 소득은 점포당 매출과 관련 있는 것이기 때문에 전체 산업 성장률보다 점포당 매출을 유심히 봐야 한다.

편의점은 2012~13년 구조조정을 마치고, 2015년 담배가격 인상 효과까지 추가되면서 동일점 성장률이 빠르게 상승했다. 가맹점주의 채산성 역시 큰 폭으로 상승하면서 신규 가맹점 수요가 증가했다. 2015년에 BGF리테일/GS리테일의 TOP2 편의점 업체의 점포 순증 목표는 500개 내외에 불과했지만, 실제로는 1,000개씩 증가했다. 2016년에는 1,500개까지 큰 폭으로 증가했다. 2015~16년까지 점포당 매출이 신규 점포 증가율을 초과하는 호황기로 이어졌다.

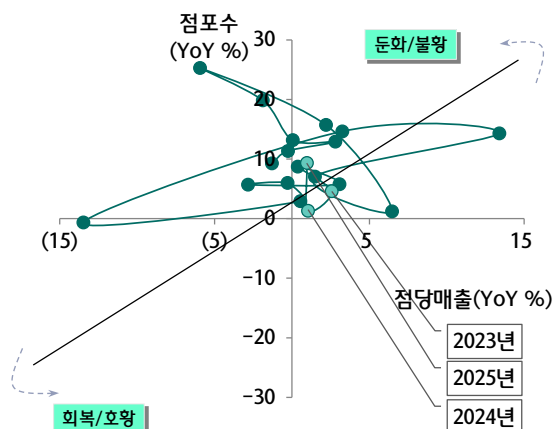
문제는 그 다음이다. 가맹본부 영업조직의 관성은 2016년에 신규 점포가 1,500개면 2017년에는 1,500개 이상이어야 했다. 과도한 점포 공급 증가로 2017년 점포당 매출은 6년 만에 역신장했다. 동일점 성장률 제고를 전제하지 않은 신규 점포 증가로 가맹점주의 부담과 불만이 커졌다. 단기간에 일어난 과도한 점포 순증은 2018년에 최저 임금 상승과 맞물려 가맹점의 효율성을 크게 떨어뜨렸다. 이는 신규 점포 저하로 나타났다. 동일점 성장률 제고 → 신규 점포 수요 확대 → 신규 점포 과다 공급 → 동일점 성장률 하락 → 신규 점포 수요 약화의 흐름은 수요/공급에 의한 경기변동과 유사하다.

도표 23. 1~2인 가구와 편의점 점포수 추이



자료: 통계청, 산업통상자원부, 하나증권

도표 24. 편의점의 경기순환



자료: 산업통상자원부, 하나증권

국내 편의점 점포수는 총 5.5만개에서 정체되고 있다. 과거 연간 1,000개 이상씩 순증을 목 표하던 때와 확연히 다른 모습이다. 편의점 시장이 어느정도 포화에 다다르면서 경쟁적인 외형 확대보다는 비효율점포 정리와 상품 믹스 개선, 수익성 제고에 초점을 맞추고 있다. 신규 점포가 크게 줄면서 2026년 두 업체의 감가상각비가 역사상 처음으로 감소하고 있다. 이 두 기업은 2023년 이후 늘어나는 감가상각비 대비 매출 증가율이 제한적인 수준에 머물 면서 영업이익률이 계속 하락해왔다. BGF리테일의 경우 판관비에서 감가상각비가 차지하는 비중이 35%에 달할 정도로, 구조적으로 편의점 업체들은 감가상각비 부담이 컸다. 2026년 외국인 관광객 증가 및 상품 믹스 개선 효과 등으로 매출이 YoY 2~3% 증가하고 있는데, 고정비 부담 완화에 따라 연결 영업이익은 두 회사 모두 YoY 16% 증가하고, 영업이익률은 4년만에 상승세로 전환할 전망이다.

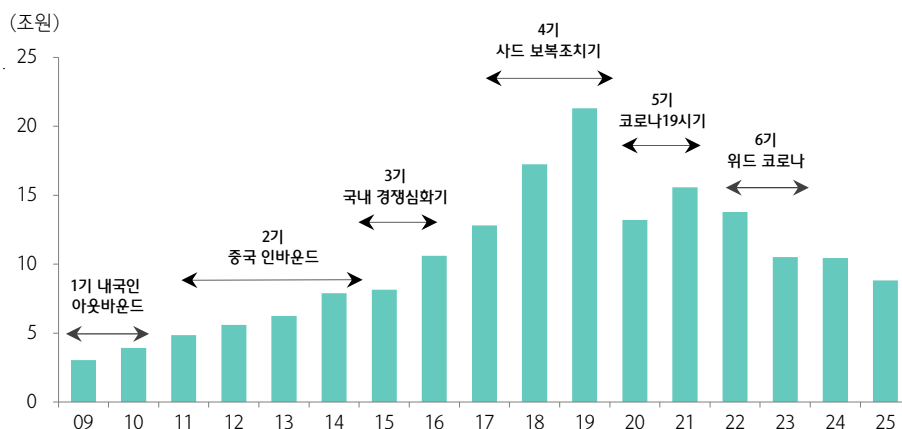
(6) 면세점: 중국 모멘텀의 상징

2010년 면세점,
중국인들의 여행
소비 핵심 성장 동력으로 부상

1980년대 한국에 면세점 사업이 처음 시작될 때 주 고객은 일본인 관광객이었다. 루이비통 이 롯데에 면세 상품 공급을 주저했던 것도 어차피 일본 수요인데 굳이 번거롭게 판매처를 추가해서 관리할 필요가 있는가에 대한 회의였다. 1989년 이후 해외여행이 자유화되면서 내 국인 아웃바운드가 크게 늘어나기 시작했고, 핵심 고객이 내국인으로 바뀌었다. 2010년 이 후 중국인들이 글로벌 여행과 소비의 핵심 성장 동력으로 부상하면서 면세점 시장의 모멘텀 도 중국 인바운드 관광객으로 옮겨 갔다. 2010년부터 2015년까지는 주식 시장에서도 중국 소비주의 시대였다고 해도 과언이 아니다. 면세점과 화장품 주요 업체들의 주가가 4~5배 상승했다. 아모레퍼시픽 주가는 80만원에서 400만원(무상증자 전)까지 상승했고, 호텔신라 주가는 2만원에서 12만원으로 점프했다. 호황은 오래 가지 못했다. 면세점 신규 허가 확대 로 2015~2016년간 경쟁심화기를 겪었고, 2017년~2019년 사드보복조치로 중국 인바운드 관광객이 절반 이하로 떨어지면서 면세점은 타이공 글로벌 화장품 공급기지로 바뀌었다. 2020년 이후 코로나19 사태로 타이공 의존도는 더욱 커졌고, 수익구조는 악화되었다. 최근 들어 타이공 의존도를 줄이면서 글로벌 여행객의 핵심 쇼핑 채널로 거듭나기 위해 노력하고 있다.

도표 25. 면세점 시장 규모와 구간별 특징

6번의 변화를 겪으며
글로벌 여행객의 핵심 쇼핑 채널로
거듭나고자 노력중인 면세점



자료: 면세점협회, 하나증권

i) 1기 내국인 아웃바운드: 2005년~2010년

호텔신라 측, 면세점 산업이 주식 시장에 주목을 받기 시작한 것은 인천공항 2기 사업자(2008년~15년)로 롯데와 신라가 선정되면서부터라고 할 수 있다. 내국인 아웃바운드 규모가 2005년 920만명에서 2007년 1,230만명으로 연평균 15% 증가했다. 당시 내국인 아웃바운드 증가가 인천공항 면세점 사업자 선정 당시 임차료 급증 요인으로 작용했다. 면세점 시장규모는 2005년 2.2조원에서 2010년 4.5조원으로 2배 이상 커졌다.

내국인 아웃바운드
드라마틱하게 증가한
2014~2018년

물론, 실제 내국인 아웃바운드가 가장 드라마틱하게 증가한 시기는 2014년~18년 사이이다. 매년 내국인 아웃바운드 인구는 서프라이즈를 기록했고, 당시 애널리스트들은 전체 국민의 중장기 아웃바운드 비율을 얼마로 잡을 지가 문제였다. 마땅한 벤치마킹 대상이 없었다. 같은 선진국이라도 미국이나 일본은 지리적 특성상 아웃바운드 비율이 30%를 채 넘지 못하는 반면, 영국이나 유럽은 100% 이상이다. 2025년 한국의 아웃바운드(2,955만명) 비율은 57%에 이른다.

내국인 아웃바운드 증가에 의한 주가 모멘텀이 실제(2014~18년)보다 앞당겨졌던 이유는 해외여행 시대가 본격화할 것이라는 기대가 선반영된 것일 수 있다. 하지만 더 큰 이유는 2010년 이후부터 중국인 인바운드가 폭발적으로 증가했기 때문일 것이다. 13억 중국인이 해외여행을 시작했고, 가장 근거리에서 한국이 있었고, 한류까지 불었으니 내국인 아웃바운드 증가를 돌아볼 틈이 없었다. 실제로 2010년 내국인 아웃바운드 매출이 전체 면세점 매출의 50% 였으나, 2018년에는 내국인 아웃바운드 비중은 21%까지 내려가고 중국인 비중이 73%까지 올라가게 되었다.

ii) 2기 중국인 인바운드: 2010년~2014년

중국 경제구조 전환의 최대 수혜국
대한민국 면세점 시장 규모
2010년 4.5조 → 2014년 8.3조

2010년대 들어 중국 경제구조가 투자 중심에서 서서히 소비 중심으로 전환하게 되었다. 중국 GDP 증가율에서 소비 기여도가 높아지기 시작한 때가 2010년부터다. 중국 소비 확대 최대 수혜국이 한국이었다. 중국인 인바운드 규모는 2010년 180만명에서 2014년 610만명, 2016년 800만명까지 증가했다. 물론, 내국인 아웃바운드 수가 중국인 인바운드 수보다 많았지만, 중국인의 1인당 구매액(ARPU: Average Revenue Per User)은 약 1,000달러 정도로 내국인 또는 다른 외국인 대비 2배 이상 높았다. 당시 내국인이 해외여행을 하고 돌아올 때 살 수 있는 휴대폰 면세한도는 400달러 밖에 되지 않았다. 2014년 말 600달러로 상향 조정됐다. 면세점 시장 규모는 2010년 4.5조원에서 2014년 8.3조원까지 2배 가까이 성장했다.

iii) 3기 국내 경쟁심화기: 2015~2016년

당시 국내 유통시장은 온라인 침투율이 빠르게 상승하고, 옷과 같은 유형상품에서 여행과 같은 무형상품으로 소비패턴이 변화하면서 오프라인 유통업체들의 성장률이 크게 둔화되고 있었다. 국내 유통 대기업들에게 면세점은 황금알을 낳는 거위, 성장의 돌파구로 부각되었고, 정부는 주요한 외화벌이 창구로 인식하게 되었다. 신세계, 한화 갤러리아, 현대백화점, 하나투어, 두산 등 내로라하는 내수 대기업들이 면세점 사업에 뛰어들었다.

신규 업체들은 글로벌 브랜드 상품 소싱 역량이 일천했기 때문에 소비자들을 유인하는 데 가격 할인 밖에 소구 포인트가 없었다. 글로벌 브랜드를 소싱하기 위해서는 매출 규모가 커야 했기 때문에 우선 매출 규모를 올리는 게 급선무였다. 내국인 아웃바운드 수요도 중요했지만, 중국 인바운드 관광객을 유치해야 했다. 개별 여행객 유인은 언감생심이었고, 단체 관광객을 타겟으로 잡고 인바운드 여행사들에게 영업을 했다. 그런데, 여행사들 입장에서는 이들 신규 면세점에 고객들을 데려가기가 영 내키지 않았다. 살 만한 상품이 없으면 관광객들이 많이 사지 않을테고, 그러면 여행사에게 떨어지는 알선수수료의 절대 금액도 낮아지기 때문이다.

알선수수료를 경쟁으로 면세점 시장 규모 YoY 34% 폭등

이에 따라 신규 면세점 업체들은 알선수수료를 경쟁적으로 올리기 시작했다. 2014년까지 15% 정도에 머물던 알선수수료가 35%까지 급등했다. 마침 중국 인바운드가 폭발적으로 증가하던 시기였다. 2016년 중국 인바운드는 YoY 35%나 증가했고, 면세점 시장 규모 역시 YoY 34%나 증가해 12조원을 훌쩍 넘겼다. 지금은 지하철 타면 모두 주식을 이야기하지만, 이 당시는 지하철 타면 중국 인바운드 여행 사업 얘기들이 빠지지 않았다.

면세점 업체들의 매출은 늘어났으나 급격한 판관비 증가로 수익성이 크게 떨어졌다. 특히 신규 면세점 업체들의 영업 손실이 심각했다. 두산은 물론, 백화점 사업을 하고 있는 신세계와 한화갤러리아 면세점도 2016년 영업손실이 500억원 내외에 이르렀다. 2~3년 후 한화갤러리아를 비롯 하나투어와 두산은 면세점 사업에서 철수하게 되었다. 다행히 신세계는 사드보복조치가 오히려 기회가 되어 현재 국내 면세점 시장 점유율 3위에 오르게 되었다. 현대백화점은 2018년 무역센터점을 오픈하고, 2019년 말 두산 두타 면세점을 인수하면서 국내 면세점 시장 4위 업체로 자리매김하게 되었지만, 2019년 영업손실은 700억원을 훌쩍 넘었다.

iv) 4기 사드보복조치기: 2017~2019년

사드보복조치로 2017년 외국인 관광객 절반 감소 파이공, 핵심 고객으로 부상

사드보복조치는 중국인 매출 비중이 높았던 면세점과 화장품 산업에 직격탄을 날렸다. 2016년 800만명을 넘었던 중국 인바운드 관광객은 2017년 410만명으로 절반 가까이 줄어들었다. 동대문과 명동 등 중국인 관광객으로 가득했던 거리는 한산해졌고, 이니스프리와 에뛰드하우스, 미샤, 토니모리 등 원브랜드샵 업체들의 매출도 급감했다. 하지만, 2017년 면세점 매출 시장 규모는 오히려 YoY 18% 증가하는 건재함을 보였다. 중국의 글로벌 화장품 브랜드에 대한 수요는 여전히 증가하고 있었고, 한국 면세점은 전세계에서 가장 다양한 글로벌 화장품 브랜드 라인업을 갖추고 있으며, 가장 싸게, 많이 구매할 수 있는 곳이었기 때문이다.

그때까지 면세점 업체들한테 그다지 주목받지 않았던, 변방의 고객이었던 파이공(소형 개인형)들이 핵심 고객으로 전면에 떠오르게 되었다. 중국인 단체 관광객이 사라지면서 중국 인바운드 여행 시장은 크게 위축되었다. 대형 인바운드 여행사들은 파이공을 유치하여 면세점으로 데려갔는데, 알선수수료의 대부분을 파이공들에게페이백해줘야 했기 때문에 남는 돈이 별로 없었다. 파이공들은 인바운드 여행사들로부터페이백을 추가로 받게되면서 사업성이 더 커졌고, 면세점 시장은 파이공 전성시대가 되었다.

면세점 업체들 실적은 나쁘지 않았다. 2015~16년보다 좋아졌다. 인바운드 여행사 구조조정
으로 이들에게 지급하던 알선수수료가 줄어들었고, 면세점 시장이 Top3 로 재편되면서 경
쟁도 완화되었기 때문이다. 물론, 1위 롯데는 예외다. 사드보복조치로 타이공들도 롯데에서
발길을 멀리하게 되었다. 신라와 신세계 면세점 실적 회복은 롯데의 희생(?) 영향도 적지 않
았다. 2017년 롯데 면세점 매출은 2016년 수준에 그쳤고, 3천억원에 달했던 호텔롯데 영업
이익은 2017년 영업손실 840억원으로 적자전환했다. 매출 규모를 유지하기 위해 추가적인
알선수수료 등 비용을 얼마나 많이 집행했는지 알 수 있는 대목이다. 롯데의 시장 점유율은
2016년 44%에서 2019년 24%까지 크게 떨어졌다.

신세계, 롯데의 타이공 수요 흡수 2019년 시장점유율 15% 달성

신세계는 2015년 후발주자로 출발하여 면세점 업계에서 Top3 자리에 위치하게 되었는데,
이는 상당부분 운이 작용한 결과라고 할 수 있다. 타이공들이 중국에서 면세 상품을 판매할
때, 상품과 함께 면세점 정품임을 증명하는 영수증을 함께 찍어서 웨이신에 올리는데, 롯데
면세점 영수증이 올라오면 온갖 비난이 쏟아지더라는 것이다. 소공동 롯데 면세점에서 명동
신세계 면세점까지는 직선 거리로 300m 정도밖에 안된다. 롯데의 타이공 수요를 인접한 신
세계가 흡수하게 되면서 매출이 급증했고, 글로벌 브랜드 소싱도 수월하게 되었다. 신세계
면세점 매출 규모는 2016년 4,500억원에서 2019년 3조 8천억원에 육박, 시장 점유율은
2016년 4%에서 2019년 15%까지 크게 올랐다.

4) 2020~21년 코로나19로 여행소비가 명품/내구재 소비로 이동

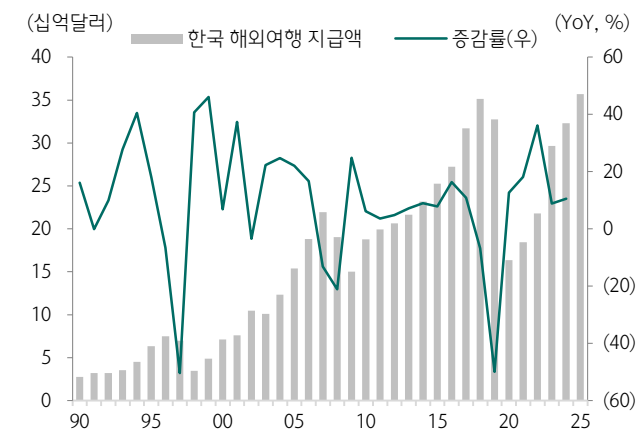
글로벌 팬데믹으로 소비패턴이 크게 왜곡된 코로나19 시기

코로나19 시기는 글로벌 팬데믹 현상으로 소비패턴이 대단히 왜곡된 시기로 2년 동안 소비
는 그 이전 또는 그 이후와 연속성을 찾기 힘들다. 전 사회에 외부적 충격이 발생했을 때
어떻게 소비가 변하는지, 마치 본편 스토리의 외전으로 볼 수 있다. 대부분 일시적 충격의
탄성으로 원 궤도로 복귀했다. 백화점과 롯데하이마트는 물론 홈쇼핑도 다시 저성장기로 들
어갔고, 편의점도 마찬가지다. 다만, 식품 온라인 시장은 코로나19를 계기로 탄력을 받아 한
단계 레벨업했다.

(1) 소비 트렌드의 일시적 변화: 무형 → 유형상품으로 이동

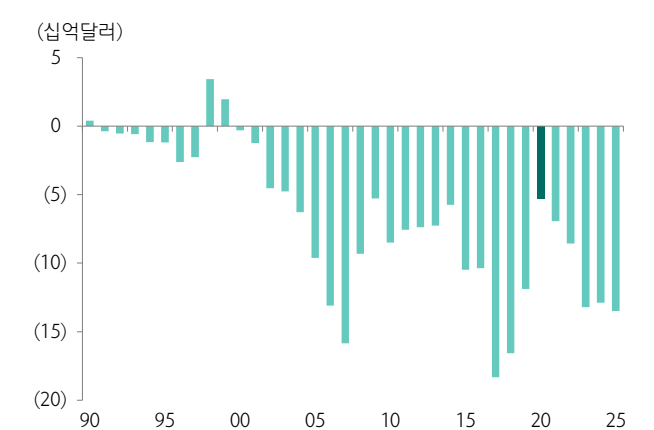
2020년~21년 코로나19 시기, 2020년 해외 여행 지급액은 YoY 50% 감소했다. 전통적으로
한국은 여행수지 적자 국가였고, 그 적자 규모는 2015년 이후 점점 커지고 있었다. 2017년
사드보복조치 이후 10조원 이상으로 적자가 증가했다. 2019년 유학을 제외한 일반 여행 지
급액은 28.5조원(YoY -8.5%), 여행수지 적자는 7.3조원이었다. 2019년은 일본 불매운동 확
대로 일본 여행이 크게 줄었기 때문에 여행수요가 감소한 바 있기 때문에 2018년을 정상적
인 수치로 봐야 하는데, 2018년 일반 여행 지급액은 31.5조원(YoY 12.8%)에 달했다. 항공
요금까지 합하면 훨씬 커질 수 있다. 30조원이면 연간 소매판매 증가율을 8% 제고시켜줄
수 있는 큰 금액이다.

도표 26. 연간 한국 해외여행 지급액 추이



자료: 통계청, 하나증권

도표 27. 연간 한국 여행수지 추이



자료: 통계청, 하나증권

2020년 하반기 이후 유통 업종 투자 전략은 이 30조원이 어디로 어떻게 소비되고 있는가에 대한 천착이었다. 먼저, 국내 여행 수요 증가를 생각해볼 수 있었다. 제주도 여행 수요가 급증했고, 추석 연휴 강원도 펜션과 호텔은 매진이라고 했다. 하지만, 국내 여행 역시 코로나 19 확산 정도에 따라 변동성이 있고, 해외 여행 시 막대한 항공요금까지 감안하면, 국내 여행 소비를 제외해도 충분히 예산 여유가 있었다.

프리미엄 식품 수요가 급격히 증가했고, 가구/가전 등 내구재 교체 수요도 크게 늘었다. 고용과 가게 가처분소득이 감소하고 있는 상황에서 이런 사치재 소비 증가를 설명할 수 있는 예산 재원은 해외 여행 밖에 없었다. 백화점 채널 매출은 명품을 중심으로 2021년 YoY 23%나 증가했고, 롯데하이마트 매출도 YoY (+)로 반짝 전환했다. 홈쇼핑은 코로나19 재확산과 상관없이 쇼핑할 수 있는 온라인 채널로 수혜가 컸다. 여행상품은 줄었기 때문에 2020년 매출 증가율은 YoY 8%로 제한적인 수준이었지만, 유형상품 매출 비중이 크게 늘면서 수익성 개선에도 긍정적이었다. 여행상품 판매수수료는 10% 정도에 불과해, 일반 유형상품 30%의 1/3에 그치기 때문이다.

**2020년 YoY 48% 성장한
식품 온라인 시장,
반면 YoY 38% 감소한 면세점 매출**

식품 온라인 시장은 도약기를 맞이했다. 외식 수요가 위축되면서 집에서 맛있는 요리를 먹고자 하는 수요가 크게 증가하면서 2020년 YoY 48%나 성장했다. 반면, 면세점 매출은 같은 시기 YoY 38%나 줄었다. 편의점은 근거리 쇼핑 확대와 국내 여행 수요 증가로 2021년 ~22년 2년간 평균 YoY 8.5% 성장했다.

(2) 면세점: 기업형 다이공의 전성시대

코로나19 시기 소형 다이공들도 입국할 수 없기 때문에 기업형 다이공으로 고객은 한정되었고, 이들이 면세점에 직접 주문하면 면세 상품은 카고(Cargo) 서비스 등으로 중국 현지로 배송되었다. 기존에는 입/출국하지 않고 면세점을 이용할 수 없었는데, 2020년 6월 이후 제3자 반송을 관세청에서 허용해주면서 기업형 다이공에 대한 판매가 크게 늘었다. 글로벌 여행이 중단되면서 2020년 면세 시장은 38% 역성장했지만, 2021년 17.8조원 규모까지 회복했다. 시내면세점 매출 규모는 이미 2019년 수준까지 도달했지만, 기업형 다이공의 협상력이 너무 높기 때문에 매출이 커도 이익을 낼 수 없는 상황이었다. 면세점 입장에서 고정비를 충당하는 수준에 만족했으며, 실질적인 영업이익률은 0에 가까웠다.

5) 2022년~24년 저성장 시기

코로나19 시기 이후
저성장 국면에 진입한
국내 유통 시장

코로나19 시기가 끝난 이후 국내 유통 시장은 확연한 저성장 국면으로 접어들었다. 백화점은 YoY 1% 내외 신장에 그쳤고, 할인점과 면세점은 역성장했으며, 편의점도 마찬가지였다. 다이소/올리브영 중심 전문점이 2025년 부각되었고, 쿠팡의 패권이 더 강화되었을 뿐이다. 이마트가 C마켓 인수로 온라인 시장 성장 전략을 선회하면서 데미지를 크게 입었다. 이후 한국 온라인 유통 시장의 쿠팡의 독주, 네이버의 견제로 지금까지 이어지고 있다. 이러한 유통 시장의 구도는 2013년대 변화의 연속이거나 결과물이다. 이에 따라 대부분 유통 업체들의 주가도 2022년~24년 내리 하락세를 거듭했다.

심상치 않은 변화는 2025년 하반기부터 일었다. 이전과는 판이한 국면이 시작되었다. 다음 장에서는 2025년 이후 한국 유통시장의 구조적 변화에 대해 논한다. 중장기 전망은 물론, 현재 유통 업종 투자 전략과도 맞닿아 있기 때문에 별도의 장을 통해 꾸몄다

3. 2025년 이후: 주식자산+외국인 인바운드+가계소득증가

1) 백화점 모멘텀 세가지, 자산효과/외국인 인바운드/소득효과 현황 분석

백화점 판매 신장률,
1분기 대비 평균 4%p 상승 기대

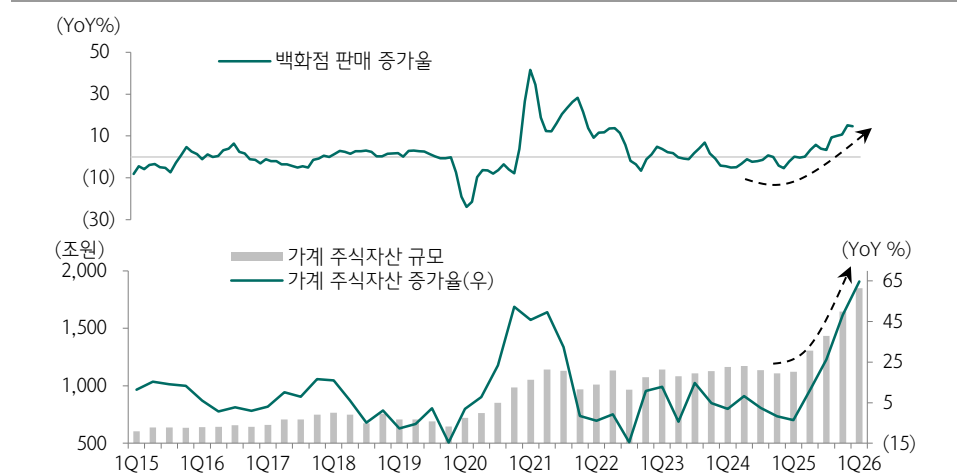
백화점 판매 신장률이 1분기에 이어 2분기에도 견조한 증가세를 지속하고 있다. 2분기 백화점 기존점 성장률(이하 관리기준)은 신세계/현대/롯데가 각각 YoY 26%, 16%, 15%를 기록하면서, 1분기 대비 평균 4%p 상승할 것으로 기대한다. 백화점 업체들의 실적 개선은 세가지 동인에 의한다고 볼 수 있다.

첫째, 가계 자산효과다. 가계 주식/부동산 자산규모가 모두 크게 상승했다. 특히, 가계 주식자산(비영리단체 포함) 규모는 지난 1분기 1,849조원으로 YoY 65%나 증가했다. 730조원의 주식자산이 증가했는데, 전체 가계자산에서 4%나 늘어난 것이다(*). 이러한 가계주식자산 증가는 전년도 하반기, 특히 4분기부터 두드러졌다. 자산의 증가가 얼마나 소비로 이어지는 지에 대한 명확한 지표는 없다. 다만, 부동산과 주식 가격 상승은 소매, 특히 백화점 채널과 높은 상관관계를 보인 것은 사실이다.

(*) 한국 가계의 금융자산 비중 약 35%, 금융자산에서 주식자산 비중 23% 정도이다. 2026년 1분기 가계 금융자산은 6,417조원이며, 역산하면 가계자산 규모는 1경 8,334조원이 된다)

도표 28. 한국 가계 주식자산 규모와 증가율, 백화점 판매 증가율

가계 주식자산 규모 YoY 65% 증가
부동산과 주식 가격 상승은 소매,
특히 백화점 채널과 높은 상관관계



자료: 통계청, 산업통상자원부, 하나증권

도표 29. 한국 가계자산 구성

(단위: 조원)

계정항목	2020	2021	2022	2023	2024
비금융자산	8,520	9,917	9,785	9,747	9,962
금융자산	4,533	4,927	4,971	5,209	5,473
주식자산	985	970	1,075	1,128	1,109
금융부채	2,051	2,252	2,332	2,313	2,368
순자산	11,002	12,593	12,424	12,644	13,068

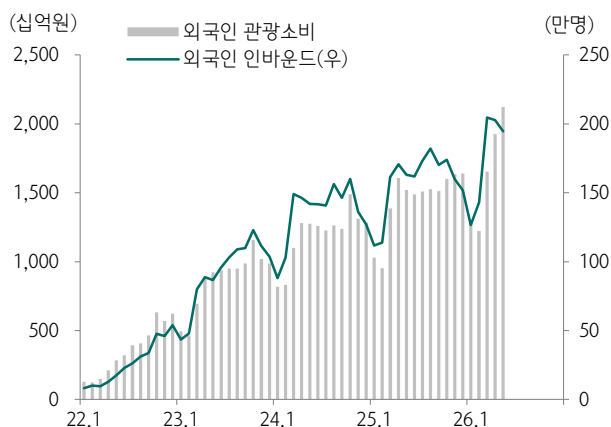
자료: 한국은행, 하나증권

**2026년 상반기
외국인 인바운드 관광객 증가율
YoY 21%**

둘째, 외국인 인바운드 증가이다. 2020년 이후 외국인 인바운드는 지속적인 증가세에 있었지만, 2025년 상반기까지 증가율은 둔화되고 있었다. 2025년 하반기부터 다시 증가율이 상승하기 시작했고, 2026년 상반기 외국인 인바운드 관광객 증가율은 YoY 21%로 재차 20%를 넘었다. 케데헌 효과, 환율 상승 영향도 있겠다. 외국인 관광소비금액도 2026년 5월 처음으로 월 2조원을 넘었다. 지금 추세로 가면 2026년 외국인 관광 소비 총액은 20조원을 훌쩍 넘게 될 것이다.

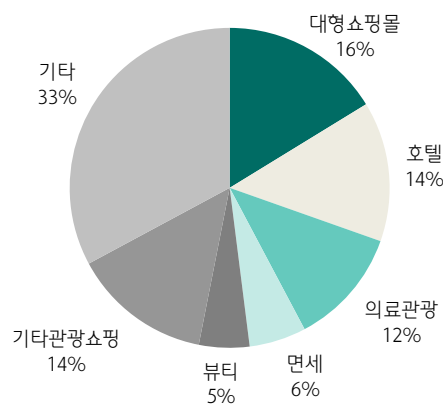
국내 총소비(2025년 1,225조원)의 2%, 국내 소매시장(2025년 521조원의 4%)에 해당하는 큰 금액이다. 외국인 관광소비의 16%가 대형쇼핑몰이다. 백화점 매출(아웃렛 포함)이 상당히 포함돼 있으리라 보는데, 작년 2.3조원, 올해 YoY 30% 이상 증가하고 있다. 국내 백화점 시장 규모의 5%에 해당하는 금액이다. 이는 국내 백화점 3사 매출과도 일치하는 수치다.

도표 30. 외국인 인바운드 및 외국인 관광소비 추이



자료: 한국관광공사, 하나증권

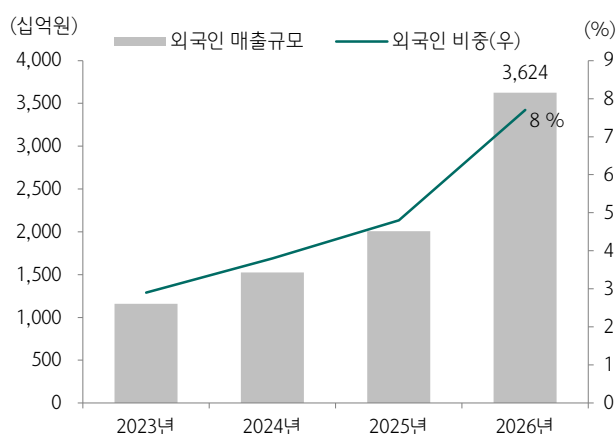
도표 31. 외국인 관광소비 카테고리별 비중



자료: 한국관광공사, 하나증권

도표 32. 백화점 3사 외국인 매출과 비중 추이

**외국인 관광소비 16%가 대형쇼핑몰
작년 2.3조원,
올해 YoY 30% 이상 증가**



자료: 롯데쇼핑, 현대백화점, 신세계, 하나증권

문제는 면세점과 백화점의 엇갈리는 수혜다. 2016년과 2026년 외국인 인바운드 모멘텀이 면세점과 백화점에 미치는 영향이 판이하게 다른 상황이다. 2016년의 외국인 인바운드는 여행사들이 주관하는 '서울', '패키지' 중심이었고, '면세점'은 여행사들의 필수 코스였으며, 중국 관광객들에게 한창 '한국 화장품'이 침투할 때였다. 면세점에서 '화장품' 매출 80%에 이르렀다. 화장품은 설화수와 후 같은 럭셔리 브랜드가 주를 이루었다.

그래서, 유통 채널로는 서울에서 가장 큰 면세점을 열고 있는 호텔신라, 호텔롯데 면세점으로 외국인 인바운드 모멘텀이 집중되었고, 브랜드 업체로는 아모레퍼시픽과 LG생활건강 같은 럭셔리 화장품 브랜드 대기업 수혜가 컸다. 이때는 외국인 인바운드와 백화점 매출은 큰 상관성이 없었다. 중국인 인바운드가 800만명을 넘었을 때도 백화점 매출에서 외국인이 차지하는 비율은 1% 내외였다. 명동 롯데백화점의 외국인 매출 비중은 10%를 넘기도 했지만, 일부로 한정되었고, 전체 롯데쇼핑 백화점 매출에 비하면 미미한 수준이었다.

**백화점 외국인 매출 YoY 100%,
전체 백화점 성장률의 3%p 제고**

하지만, 2026년 외국인 인바운드 모멘텀은 '개별여행' 중심이고, 서울 집중도가 여전히 높지만, 부산/경기/경주/강원까지 '전국'으로 분산되고 있다. 명동/성수 등 가두점과 함께 도심 접근성 좋은 '백화점' 쇼핑이 핵심 채널로 부상하고 있고, 이들은 주로 '명품'(매출 비중 50%)을 소비하며, 이외 국내외 패션/악세사리 제품을 주로 구매하고 있다. 그래서, 백화점의 외국인 매출 비중이 최근 전체 매출의 7%까지 상승하고 있으며, 백화점 외국인 매출은 YoY 100% 증가하고 있는 상황이다. 전체 백화점 성장률의 3%p 내외 제고시키고 있다.

외국인, 특히 중국인들이 한국 백화점에서 명품/패션 브랜드를 찾는 이유는 i) 우선, 자국보다 저렴하기 때문이다. 환율과 세금 환급 영향이다. ii) 자국에는 없는 수입 또는 K패션 브랜드들이 있고(예를 들어 알로, 마르디, 젠틀몬스터 등), iii) 자국에는 없는 카테고리를 구매할 수 있기 때문이다. 예를 들어 노스페이스, 아디다스 등이 그러한데, 이들 브랜드들은 한국에 유니크한 최신 상품을 우선 공급하는 경향이 있다. 한국에 오면 더 힙한 제품을 살 수 있다는 인식이 팽배한 것이다.

이러한 외국인 인바운드 소비패턴의 변화는 2016년 대비 면세점의 밸류에이션을 떨어뜨리고, 백화점의 밸류에이션을 상승시키는 중요한 기재로 작용할 수 있다. 2016년 당시 호텔신라의 밸류에이션은 12MF PER 20배를 훌쩍 넘기며 30배를 내다보기도 했다. 중국인의 아웃바운드는 이제 시작이었고, 한국은 가장 근거리에 있기 때문에 더욱 기대감 컸다. 이런 긍정적 요소들이 고스란히 밸류에이션 프리미엄으로 작용했다. 반면, 백화점의 밸류에이션은 하락하고 있었다. 12MF PER 10배도 흔들리기 시작했다. 스마트폰 보급률 상승으로 소비채널이 오프라인에서 온라인으로 급격하게 넘어가기 시작한 상황, 기존점 성장률 5%도 벅차게 느껴지던 시절이었다. 저마진 명품 이외 백화점 매출 개선을 기대할 수 있는게 별로 없었다.

2026년 현재 호텔신라에 얼마정도 밸류에이션을 적용할 수 있을까? 수익성이 빠르게 좋아지는 것은 맞지만, 외국인 인바운드 모멘텀은 분산되고, 매출 증가율을 10% 넘기기도 만만치 않은 상황이다. 시장에서 적정 밸류에이션을 찾아가겠지만, 분명한 것은 2016년보다 밸류에이션 레벨은 낮아질 수밖에 없다는 점이다.

백화점은 새로운 성장 동력을 갖게 되었다. 한국의 외국인 인바운드는 아직 상단이 얼마일지 가늠하기 힘들다. 환율 효과와 함께 최근 확대되고 있는 한류를 감안하면 3천만명까지는 무리 없을 것이라는 의견이 적지 않다. 최근 한국의 우수한 의료 서비스에 따른 미용/의료관광이 새로운 큰 축으로 부상하고 있다는 점을 감안하면 더욱 그렇다. 일본의 경우 2025년 외국인 인바운드가 4천만명을 넘어선 바 있다.

외국인 매출 비중 15% 상승
12MF PER 18배까지 상승한
일본 백화점

일본 백화점의 실적 개선과 밸류에이션은 좋은 벤치마크 대상이다. 일본 백화점의 실적은 외국인 인바운드와 유사한 흐름을 보여왔다. 일본 백화점의 외국인 매출 비중은 15%까지 올라갔으며, 멀티플은 12MF PER 18배까지 상승하기도 했다. 더구나 한국 백화점은 일본과 달리 명품을 흡수했다. 일본의 명품 소비는 명품 쇼핑 스트리트에서 주로 이뤄지지만, 한국은 주로 백화점에서 이뤄진다. 전술한 바와 같이 외국인 매출 50%가 명품이라는 점을 감안하면 일본보다 중장기 백화점의 외국인 매출 비중이 더 높아질 수 있다. 일본 백화점보다 밸류에이션 프리미엄을 받았으면 받았지 할인 받을 이유는 없는 것이다.

삼성전자/SK하이닉스 상여금
합산,
전체 기업 인건비 YoY 22% 증가

셋째, 가계 소득효과다. 삼성전자와 SK하이닉스 인건비(인센티브 포함) 상승이 가계 소득에 미치는 효과는 얼마나 될까? 이 인건비는 회계적으로 2026년에 계상되고 있지만, 실제 지급은 2027년 초에 이뤄진다. 2025년 상장돼 있는 국내 기업의 판관비에 잡히는 인건비는 180조원 가량 된다. 전체 매출의 5%를 조금 넘는 수치다. 우리나라는 제조업 비중이 크기 때문에 제조원가에 들어가는 인건비를 고려해야 한다. 일반적인 제조업체들의 총 인건비(원가+판관비) 비중이 약 10% 정도 된다는 점을 감안하면 상장 국내 기업 인건비는 대략 360조원으로 가정할 수 있다. 2026년 이들 기업 인건비가 평균 5% 정도 증가한다고 가정하고, 여기에 삼성전자와 SK하이닉스 예상 합산 상여금(67조원, 영업이익의 10% 가정)을 더할 경우 전체 기업의 인건비는 YoY 22%나 증가하게 된다.

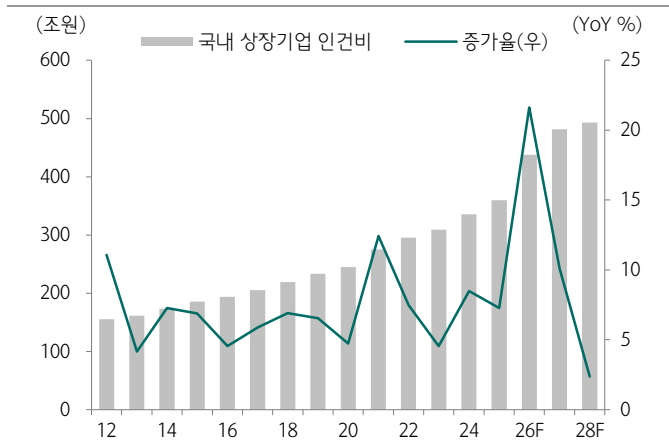
이 상여금은 2027년 가계소득으로 잡히게 될 것이다. 국내 전체 가구(약 2,239만)의 2025년 평균 근로소득이 330만원이었다. 따라서 가계의 총 근로소득은 887조원 정도로 추산된다. 이를 기준으로 보면 삼성전자와 SK하이닉스 상여금은 전체 한국 가계 근로소득을 약 8% 증가시키는 막대한 금액이다. 2026년 전체 기업의 임금 상승률을 평균 5%로 잡을 경우 2026년 임금 상승률은 YoY 13%에 이를 수 있다는 말이다.

47조원은 전체 소비시장을
4%p 제고시킬 수 있는 금액

가계 소비성향 70%를 가정하면서 47조원이 소비시장으로 유입되는 것이다. 전체 소비시장을 4%p 이상 제고시킬 수 있는 큰 금액이다. 이에 따라 2027년 소매판매 성장률은 8~9%에 이를 수도 있다.

여기서 끝나지 않는다. 두 반도체 대기업의 막대한 신규 투자가 이어지고 있고, 2027년부터 관련 소부장 업체들의 투자 또한 크게 증가할 것으로 보인다. 투자는 추가적인 고용과 임금 상승으로 이어지고, 이는 가계 소득과 소비로 이어진다. 일반적으로 수출이 투자를 거쳐 고계 소득과 소비로 이어지는 사이클이 1년 정도 된다. 이는 2028년부터 기대할 수 있는 모멘텀이다. 따라서 2027년부터 꽤 장기간 국내 유통업체들은 특히 백화점을 중심으로 소득효과에 의한 실적 개선을 기대할 수 있다. 이는 아직 시작되지 않는 모멘텀이다.

도표 33. 국내 상장기업 인건비 규모 추이와 전망



자료: Quantiverse, 하나증권

도표 34. 한국 가계 월평균 소득/지출 현황

(단위: 원)

기간	4Q25	1Q26
소득	5,429,087	5,582,705
근로소득	3,546,698	3,598,036
가계지출	4,162,083	4,303,502
소비지출	3,053,697	3,128,233
평균소비성향	70.7	71

자료: 통계청, 하나증권

2) Re-rating의 조건, 경기적/일시적이 아닌 구조적인 변화여야 한다

경기적/일시적 현상이 아닌,
‘구조적 변화’로 인지해야
Re-rating 기대 가능

이 세가지를 '경기적/일시적'인 현상이 아닌 '구조적 변화'로 인지했을 때 유통/백화점 업종에 대한 Re-rating을 기대할 수 있다. 지난 15년이 온라인화에 따라 유통 산업 패권이 백화점/대형마트의 오프라인에서 쿠팡/네이버의 온라인으로 넘어가는 De-rating의 시기였다. 과연 2026년부터는 주식자산/외국인 인바운드/가계소득 증가 효과가 유통 대기업들의 사업 규모를 한단계 올려 놓으면서 Re-rating 국면으로 이끌 수 있을까?

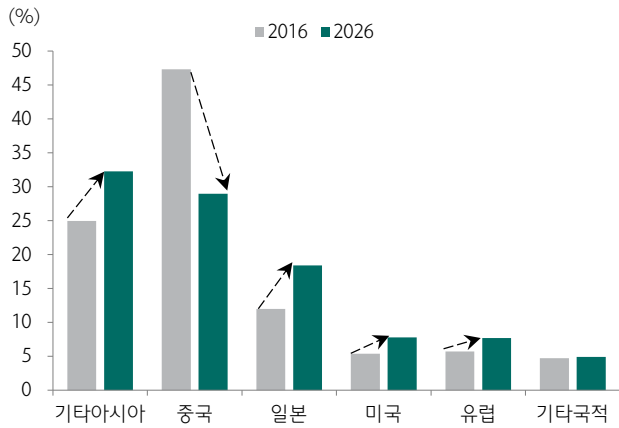
만일 한국 코스피가 3천에서 7천 이상으로 레벨업하는 것이 아니라, 반도체 투자 사이클에 의한 것으로 다시 5천, 4천 이하로 하락한다면, 자산효과에 의한 Re-rating을 기대하기는 어렵다. 이미 부동산 자산은 경기에 의한 변동이 입증이 되면서 실적과 주가에는 영향을 미치고 있지만, 밸류에이션에 변화를 주고 있지는 못하다. 가계소득 역시 연간 4~5% 증가가 아니라 10~15% 큰 폭 증가가 가시화되어야 한다.

외국인 인바운드 효과의 경우 단순히 환율 효과와 한일령에 의한 인바운드 증가라면 Re-rating 요인이 되기 어렵다. K-컬처 확산과 의료서비스 경쟁력 제고에 의한 구조적인 증가여야 한다. 2025년 외국인 관광객은 2016년(1,724만명)을 넘어 역대 최대치, 1,894만명을 기록했고, 2026년 5월 누적 YoY 20% 이상 증가하고 있다. 증가율만 따지면 전년도(YoY 16%)보다 높은 수치다.

어디까지 갈 수 있을지
예측 불가능한
한국의 외국인 인바운드

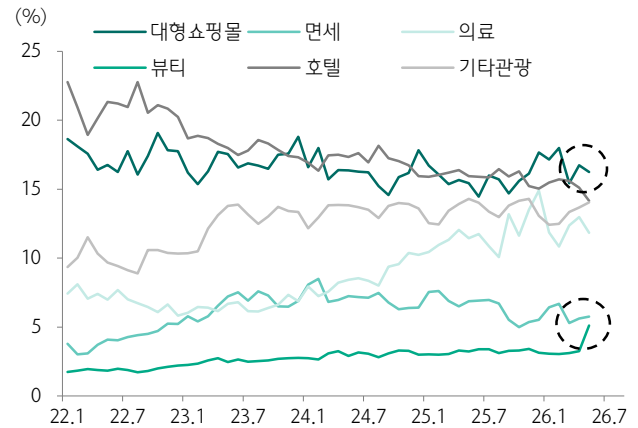
i) 중국인 비중이 2016년 50%에서 30% 이하로 줄었을 만큼 중국인 인바운드는 2016년 800만명에 비하면 여전히 낮은 수준이다(2025년 550만명). ii) 일본인은 물론, 기타 아시아, 미국인으로 인바운드 국가별 스펙트럼이 넓어지고 있다. iii) 의료관광 소비 비중이 12%를 넘어서면서 빠르게 상승하고 있고, iv) 서울에서 지방으로 방문 지역이 확장되고 있다는 점도 기대감을 높이는 요인이다. v) 일본의 외국인 인바운드가 3,200만명까지 도달한 바 있는데, 일본 인바운드 외국인 대비 쇼핑 비중이 월등히 높은 것도 긍정적이다(방한 45%, 방일 21%). 한국의 외국인 인바운드 규모가 어디까지 갈 수 있을지는 아직 예측하기 어렵다. 2026년 2천만명은 능히 넘어설 것으로 예상한다. 마크롱 부부까지 참관한 BTS 파리 공연에 9만명이 넘게 운집했다는 사실에 희망을 걸어본다.

도표 35. 외국인 인바운드 국적별 비중 변화



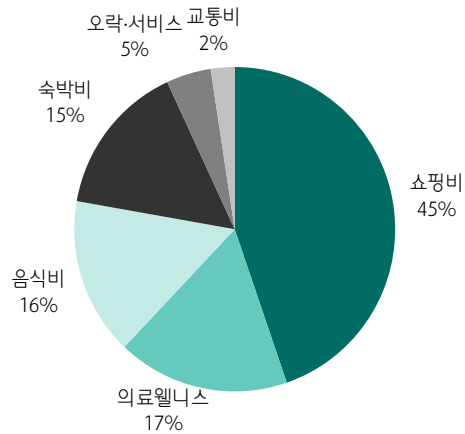
자료: 한국관광공사, 하나증권

도표 36. 외국인 인바운드 관광소비 카테고리별 비중 변화



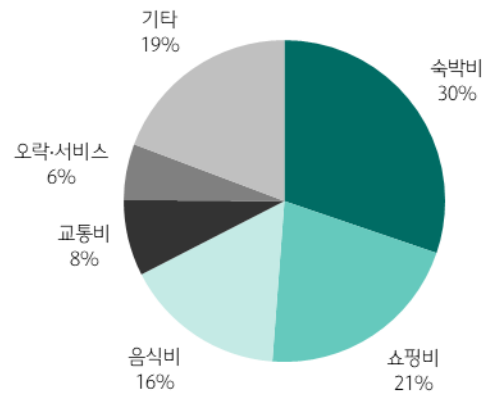
자료: 한국관광공사, 하나증권

도표 37. 방한 외국인 관광소비 항목 비율(2025년)



자료: 한국관광공사, 하나증권

도표 38. 방일 외국인 관광소비 항목 비율(2025년)



자료: 일본관광청, 하나증권

3) 주식자산 효과는 Peak out 중

이 세가지 요소 가운데 한가지는 정점을 지나고 있고, 한가지는 진행 중이며, 한가지는 아직 도래하지 않았다. 백화점 기존점 성장률은 6월 들어 다소 둔화되었다. 신세계는 YoY 25%, 현대백화점은 16%, 롯데백화점은 12%로 5월 대비 2~5%p 하락했다. 휴일 수가 YoY 이틀 적었기 때문일 수 있다. 그런데, 3사 모두 특히 패션 카테고리에서 위축된 점은 주목할 부분이다.

최근 패션 카테고리의 부진은
내국인 백화점 소비 위축 가능성

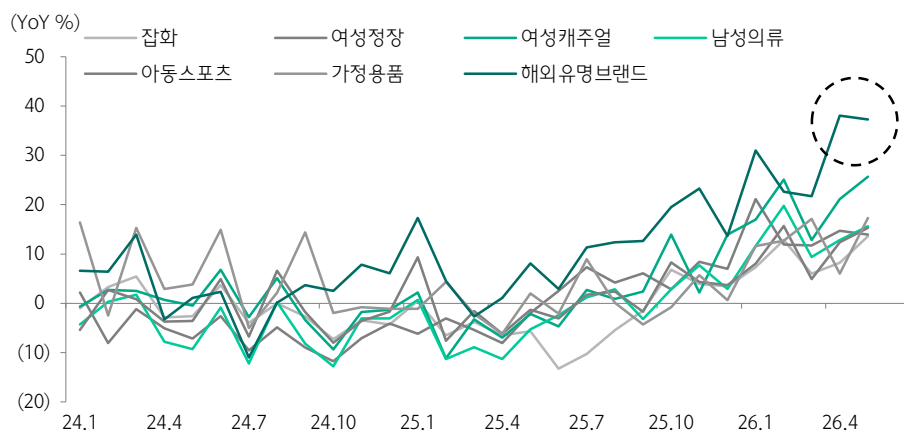
1분기 백화점 매출 성장률을 15%라고 할 때, 10%p는 내국인, 5%p는 외국인이 기여하고 있다고 볼 수 있다. 외국인 매출의 50~70%가 명품에 집중돼 있다. 패션 카테고리 성장을 드라이브하고 있는 것은 내국인이라고 할 수 있다. 즉, 최근 패션 카테고리 부진은 내국인 백화점 소비 위축의 가능성을 열어놓고 있다. 명품 비중, 즉 외국인 매출 비중이 상대적으로 더 큰 백화점보다 내국인 매출 비중이 큰 패션 업체들의 성장률이 더 저조하다.

백화점 업체들은 1분기 대비 2분기 성장률이 대체로 더 높지만, 신세계인터내셔널과 한성 등 백화점 자회사 패션 업체들의 매출 성장률은 1분기와 유사하거나 조금 낮은 수치가 예상된다. 특히, 전년도 3분기부터 매출 성장 기세가 높았던 타임옴의 최근 부진은 시사하는 바가 작지 않다. 백화점 상품 내에서 패션 카테고리가 경기에 민감하다. 패션 내에서도 남성복이 가장 변동성이 크다. 그래서 가장 먼저 반응한다. 2025년 말 백화점 회복기, 가장 먼저 매출 증가율이 고개를 든 것도 타임옴이었다.

자산효과는 코스피 하락 반전과 함께 지나가고 있다. 하지만 외국인 인바운드 효과는 더 강하게 진행 중이다. 외국인 인바운드 증가율은 YoY 20% 이상을 유지하고 있고, 백화점 명품 판매 신장률은 견재하다. 가계 소득효과는 아직 시작도 안됐다. 2027년부터다.

도표 39. 백화점 카테고리별 신장률

외국인 인바운드 증가로
명품 비중 상승세



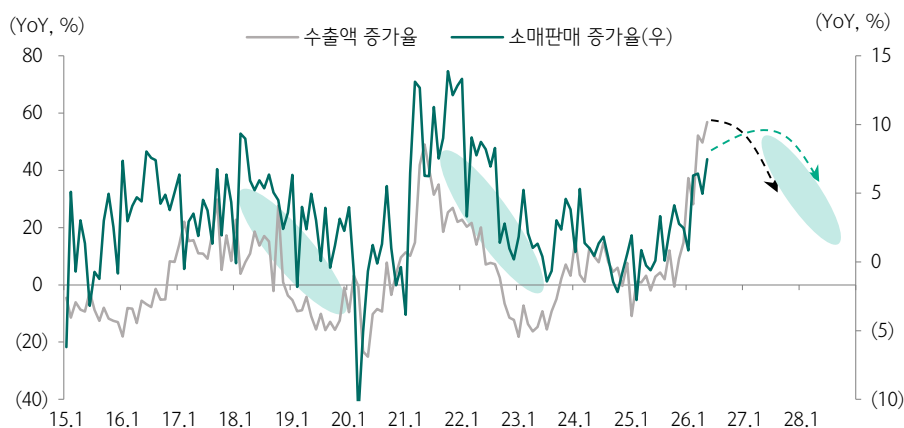
자료: 산업통상자원부, 하나증권

4) 가계 소득효과: 높은 GDI 증가율, 2027년부터 소비 확대로 이어질 전망

원래 한국에서 소비는 후행지표다. 수출이 잘 되어야 투자와 고용이 늘고 소비가 증가하는 순환구조이기 때문이다. 그래서 수출보다 소비는 나중에 회복되고, 투자 측면에서는 전체 KOSPI가 Peak out할 때 상대적으로 아웃퍼폼하는 방어주 역할을 해왔다. 아래 그림은 소매 판매와 수출 모멘텀의 시차를 잘 보여준다. 가끔 코스피가 너무 크게 움직일 때 동행성이 나타나곤 한다. 2021년과 올해가 그랬다. 가계에서 주식자산이 차지하는 비중은 8% 정도에 불과하지만, 이게 지난 1분기 기준 YoY 65%나 증가했으니, 자산효과가 커질 수밖에 없다. 특히, 백화점 판매에 영향을 많이 주었다. 하지만 이건 소비의 일부다. 본 게임은 2027년부터다. IT 기업들의 투자 확대에 의한 고용/임금 상승, 이에 따른 가계 소득 증가로 인한 소비개선이 본격화될 것이기 때문이다.

도표 40. 수출 증가율과 소매판매 증가율

소매판매는 수출의 후행 지표로
2027년부터 그 효과가
가계소득과 소비로 이어지면서
본격화될 전망



자료: 통계청, 하나증권

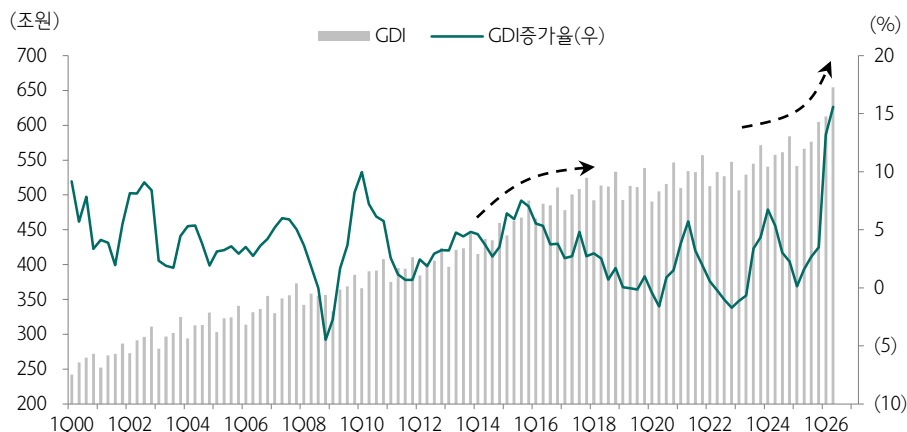
2분기 실질 GDI 증가율 YoY
15.6%
1988년 이래 최대

반도체 수출 호조로 GDI 증가율이 GDP 증가율을 큰 폭 넘어서고 있다. 2분기 실질 GDI는 전년 동기 대비 15.6% 증가했는데, 1988년 1분기(16.4%) 이후 가장 높은 수준이다. 실질 GDI는 생산 활동을 통해 벌어들인 소득의 실질 구매력을 나타낸다. 이러한 GDI 증가는 향후 국내 소비시장 성장의 강한 동력이 될 수 있다. 2000년 이후 GDI 증가율은 소매판매 증가율과 유사한 궤적을 그렸다. 이는 한국은행 총재의 발언을 통해서도 엿볼 수 있는 대목이다.

"물론 일차적으로는 반도체 부문이 가장 큰 혜택을 받겠지만 낙수 효과가 없다는 것도 안 맞는 것 같아요. 우선 설비투자가 늘어날 것이고 그만큼 임금이 올라가며 소비도 증가할 겁니다. 그리고 가장 중요한 게 재정에 대한 혜택입니다. 왜냐하면 이만큼 수익이 좋으면 그만큼 또 법인세를 내기 때문에 세수가 상당히 증가하고, 세수 증가는 국민 전체한테 혜택으로 이어지는 현상입니다. 삼성전자의 큰 성과금 자체로부터 나오는 소득세도 있기 때문에 거기에 대한 낙수효과도 재정을 통해서 현실화될 겁니다. 그것은 주로 내년에 현실화 될 것으로 저희는 예상합니다." - 신현송 한국은행 총재, '26.7.16 -

도표 41. 한국 분기별 GDI 추이

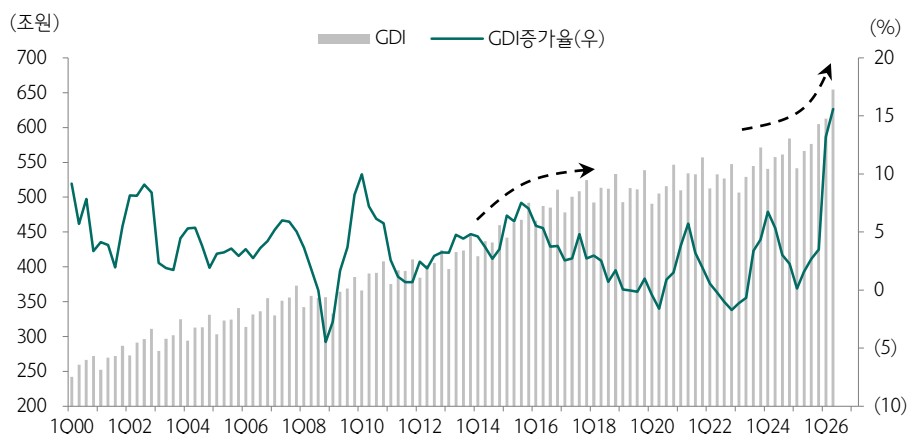
2026년 GDI 굉장히 큰 폭
증가하고 있으며, 이는 국내 소비를
새로운 국면으로 이끌 수 있음



자료: 통계청, 하나증권

도표 42. GDI와 소매판매 증가율 추이

GDI와 소매판매증가율은
상당히 유사한 궤적을 그리고 있음



자료: 통계청, 하나증권

국제유가 상승과 금리 인상은 부담이 될 수 있으나, 압도적인 소득 증가율이 다른 부정적 요인들을 극복하고 소비심리를 개선시킬 수 있다. GDI 규모가 추세선을 크게 벗어나면서 레벨업 하고 있기 때문에 향후 가게 소득과 소비가 어떻게 달라질 지 예측하기 어렵다. 한국은행에서도 중장기 투자수요/가계소비 증가에 따른 수요견인 인플레이션을 경계하고 있다. "이러한 강한 소득 개선이 계속 현실화된다면, 수요 측면에서 발생하는 물가 상승 압력에 유의할 필요가 있다"고 신현송 총재는 말했다.

삼성전자/SK하이닉스 대규모 인센티브가 가계소득으로 잡히는 것은 내년이다. 삼성전자부터 소부장 업체들까지 대규모 투자도 예정돼 있다. 2026년에는 백화점 실적과 주가만 좋았지만, 2027년에는 대형마트와 편의점, 홈쇼핑, 전문점까지 유통업 전반에 걸쳐 실적 개선이 기대된다. 소비 규모가 달라지면서 채널간 침투 영향은 당분간 불식될 수 있다. 따라서, 2026년에는 신세계/현대백화점의 주가 백화점만 두드러졌지만, 2027년에는 롯데쇼핑과 이마트, 편의점은 물론 롯데하이마트까지 실적을 기대할 수 있을지 모른다.

5) 추가적인 실적 개선 요인

(1) 사업 구조조정 완료

백화점 3사 영업이익
예상 증가율 39% 중 10%p
사업구조조정에 의한 것

2026년 이후 백화점 3사 개별 기업들의 사업구조 개선 효과로 추가적인 이익 개선이 기대된다. 2026년 백화점 3사 연결 영업이익 예상 증가율이 39%(컨센서스 기준)로 예상되는데, 이 가운데 10%p는 사업구조조정에 의한 것으로 분석한다.

롯데쇼핑은 백화점 사업에서 마산점과 분당점 등 저효율 점포를 연간 한개씩 스크랩하고 있는데, 올해도 연간 50억원 정도 이익 개선 효과를 기대할 수 있다. 이커머스(롯데온) 사업 역시 철저히 수익성 위주로 전환하였다. 고정비 축소, 카테고리 믹스 개선, 광고 수익 고도화로 영업적자 규모는 '25년 290억원에서 올해 150억원 내외로 줄어든 전망이다. 이외 고정비 절감에 의한 영업레버리지 효과를 기대할 수 있는 사업 부문들이 있다. 대형마트는 백화점/슈퍼와 통합소싱으로 매출총이익률 개선을 이뤄나가고 있다. 홈쇼핑은 연간 3,600억원에 달하는 송출수수료가 2025년부터 정제되면서 증익 폭이 커지고 있다. 컬처웍스는 코로나19 이후 인건비 부담이 크게 줄어든 가운데 영화 시장 회복 영향 가파른 이익 개선세를 보이고 있다. 다만, 식품 온라인 사업 '제타' 출시 영향으로 하반기 영업손실이 늘어날 것으로 보여, 불확실성 요인이 되고 있다(롯데온 연간 영업손실 YoY +150억원 예상).

신세계, 사업구조 개선 효과로
연간 영업이익 750억원 증가 기대

신세계는 사업구조 개선 효과로 연간 영업이익 750억원(YoY 16%) 증가 효과를 기대할 수 있는 상황이다. 먼저, 본점 리뉴얼 기저효과가 크다. 전년도 4월부터 11월까지 본관 70% 공간에 대해 영업 중단 상태에서 리뉴얼을 실시했다. 전년도 11월에 오픈했고, 본점은 올해 6월까지 YoY 60% 매출 신장 중인 것으로 파악되고 있다(연간 OP +350억원, 관리매출 기준 연간 +7천억원, OPM 5% 적용). 아울러, 면세점 불확실성이 크게 완화되었다. 연간 영업손실 500억원 이상을 기록하던 인천공항 DF2 영업을 4월 중단하였다.

현대백화점의 경우 면세점 사업 구조조정 효과가 크다. 연간 400억원 적자를 내던 동대문점을 스크랩했기 때문이다. 그동안 면세점 사업은 공항점에서 이익을 내는 반면, 시내점 영업손실이 컸기 때문에 연간 300억원 내외 적자를 기록해왔다. 2026년 4월부터 인천공항 면세점 DF2를 추가했는데, 수익 측면에서도 긍정적이다. 5월 이미 BEP를 기록한 것으로 보여, 연간 20~30억원 영업이익을 기대할 수 있겠다. 한편, 지누스는 미국 관세 정책에 피해가 큰 상황인데, 향후 아마존으로부터 재고 확충 주문이 얼마나 될 지 관건이다. 비용구조 개선을 위해 미국 공장(조지아)을 매각했고, 물류센터 3개 가운데 1개를 정리 중이다. 단기적으로 미국 공장 매각을 통해 연간 100억원 고정비를 절감할 수 있게 되었다. 중장기적으로 인력 구조조정과 지역별 영업채널 정리 등으로 500억원 가량 비용을 더 줄일 계획이다.

도표 43. 백화점 3사 사업구조 개선 현황

기업명	내용	이익 개선 효과	2025년 영업이익	비고
			중의 효과	
롯데쇼핑	- 백화점: 저효율점포 연간 한개씩 스크랩(ex: 마산점/분당점) - 롯데온: 수익성 위주로 전환('25년 -290억원 → '26년 -150억원) - 대형마트: 통합소싱 효과 GPM 개선 - 홈쇼핑: SO수수료 부담 완화(연간 약 3,600억원, YoY 0% 예상) - 컬처웍스: 인력 축소, 키호스크 전환	백화점 +50억원 롯데온 +150억원	5,470억원 5% (‘26년 7,930억원)	식품온라인 사업(제타) 불확실성
신세계	- 백화점: 본점 리뉴얼 완료 효과 - 명동 본관 2025년 11월 리뉴얼 오픈, 2026년 YoY 60% 예상 - 면세점: 인천공항 DF2 '26년 4월 철수 - 연간 영업손실 500억원 기록 점포	백화점 +350억원 면세점 +400억원	4,800억원 16.0% (‘26년 7,388억원)	
현대백화점	- 면세점: 동대문점 '25년 8월 철수 - 연간 영업손실 400억원 기록 점포 - 인천공항 DF2 운영 시작, 연간 20~30억원 이익 개선 - 지누스: 미국 공장 매각 및 물류센터 3개중 1개 정리 - 연간 100억원 비용 절감 효과(6월 완료시 '26년 +50억원 기대)	면세점 +400억원 지누스 +50억원	3,779억원 11.0% (‘26년 4,161억원)	지누스 실적 부진 불확실성 -중장기 500억원 비용 절감 계획 (인력 구조조정+지역별 영업채널 정리 등)

주: 2026년 영업이익은 컨센서스 기준

자료: 각 사, 하나증권

(2) 2025년 이후 감가상각비 감소 추세로 전환

효율성 제고에 초점을 맞추는 중인

대형 유통업체

이번 모멘텀이 더 기대되는 이유는 대형 유통업체 대부분이 신규 투자보다는 효율성 제고에 초점을 맞추고 있기 때문이다. 롯데쇼핑, 이마트, 현대백화점, 신세계, GS리테일, BGF리테일의 감가상각비를 보면 대부분 감소하고 있거나 증가폭이 현저하게 줄어들었다. 합산 감가상각비는 2024년을 정점으로 추세적인 감소세로 전환하고 있다. 매출 증가에 의한 영업레버리지가 크게 발생할 수 있는 구간에 있는 것이다. 2010년 이후 유통 산업 역사상 처음 있는 변곡점이다.

편의점 업체,

2026년 연결 영업이익

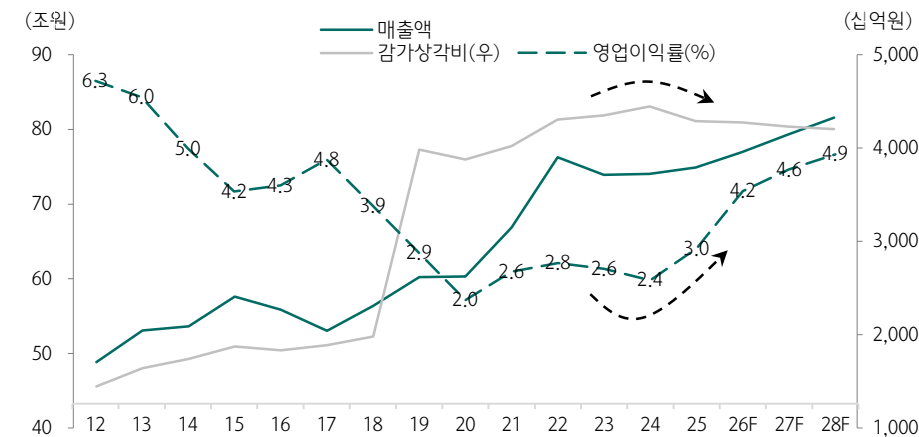
YoY 16% 상승,

영업이익률 YoY 0.3% 상승 전망

감가상각비 감소가 가장 두드러지고 있는 업체는 GS리테일과 BGF리테일 등 편의점 업체들이다. 이 두 업체의 감가상각비가 감소하는 것은 올해가 처음인 것 같다. 편의점 시장이 어느정도 포화에 다다르면서 경쟁적인 외형 확대보다는 비효율점포 정리와 상품 믹스 개선, 수익성 제고에 초점을 맞추고 있다. 과거 연간 1,000개 이상씩 순증을 목표하던 때와 확연히 다른 모습이다. 국내 편의점 점포수는 총 5.5만개에서 정체되고 있다. 이 두 기업은 2023년 이후 늘어나는 감가상각비 대비 매출 증가율이 제한적인 수준에 머물면서 영업이익률이 계속 하락해왔다. BGF리테일의 경우 판관비에서 감가상각비가 차지하는 비중이 35%에 달할 정도로, 구조적으로 편의점 업체들은 감가상각비 부담이 컸다. 2026년 연결 영업이익은 두 회사 모두 YoY 16% 증가하고, 영업이익률은 YoY +0.3% 내외 4년만에 상승세로 전환할 전망이다.

도표 44. 주요 유통업체 합산 매출 및 감가상각비와 영업이익률 추이

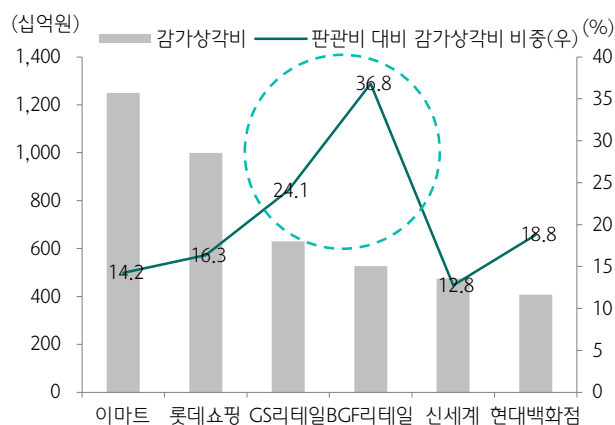
주요 유통업체들의 감가상각비
감소는 2026년 이후 추가적인
실적 모멘텀 요인으로 작용할 전망



주: 2019년 감가상각비 증가는 IFRS회계기준 변경에 의한 것

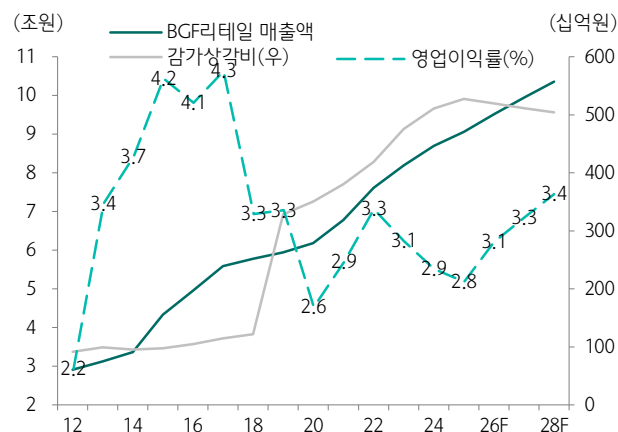
자료: QunatiWise, 하나증권

도표 45. 업체별 감가상각비와 판관비 대비 비중 추이



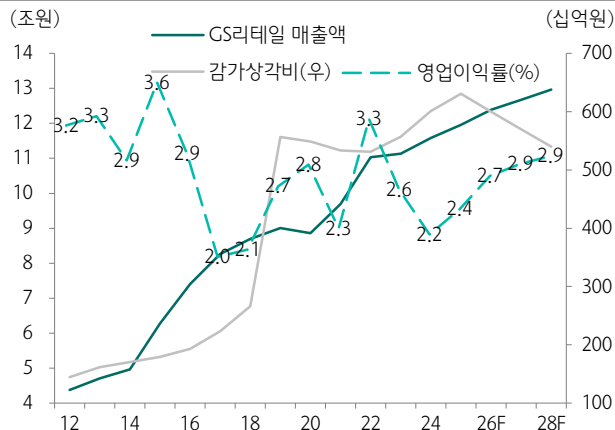
자료: QuantiWise, 하나증권

도표 46. BGF리테일 매출 및 감가상각비와 영업이익률 추이



자료: QuantiWise, 하나증권

도표 47. GS리테일 매출 및 감가상각비와 영업이익률 추이



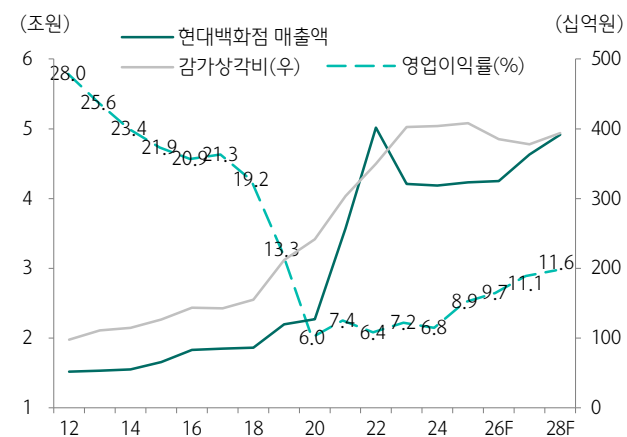
자료: QuantiWise, 하나증권

**현대백화점,
2012년 이후 최초로
감가상각비 감소**

백화점 업체들은 각사의 여건에 따라 다르다. 점포가 이미 상당히 늘어나 있는 롯데쇼핑/현대백화점은 감가상각비 부담이 크게 줄고 있지만, 신세계는 여전히 점포 확대 여력이 크다. 현대백화점의 경우 그동안 정기적으로 리뉴얼을 크게 해왔는데, 작년부터는 핵심 점포 위주로 리뉴얼 계획을 한정하고 있다. 올해부터 감가상각비가 3,850억원으로 YoY 6% 정도 감소가 예상되는데 2012년 이후 처음 있는 일이다. 2022년 초 오픈한 더현대서울과 스페이스원, 중동점, 대전 아울렛 감가상각이 종료되면서 네개 점포에서 연간 270억원 정도 감소 효과가 있다. 2027년까지는 감가상각비 증가 요인이 없다. 신규 3개 점포를 오픈 준비 중인데, 2027년말 더현대 부산(투자비 9천억원), 2028년 4분기 경산 프리미엄 아울렛(투자비 4천억원), 2029년말 더현대 광주(투자비 1.5조원)를 오픈 예정이다.

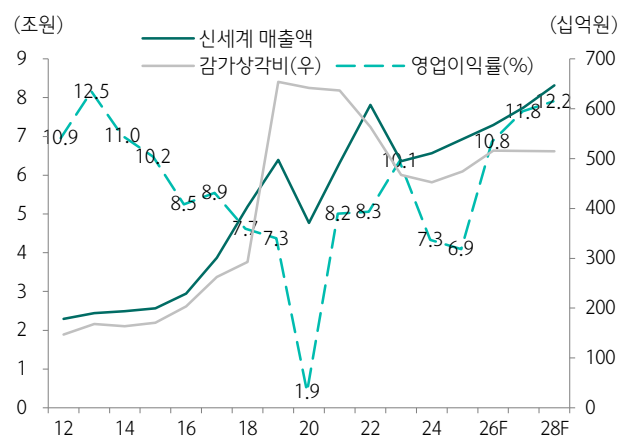
신세계는 주요 유통업체 6개사 가운데 가장 감가상각비가 크게 증가하고 있는 업체다. 전년도 본점/강남점 식품관 등 리뉴얼 영향이 크다. 백화점 3사 가운데 점포수가 가장 작은 만큼 여전히 신규 점포 확대 여지가 크다. 2029년에는 광주점 신관 오픈이, 2030~31년 송도/수서 복합환승센터가 예정돼 있다. 감가상각비 증가에도 불구하고, 백화점 3사 가운데 가장 높은 외형 성장률과 면세점 사업 수익성 개선으로 올해 연결 영업이익은 YoY 63% 증가할 것으로 추정한다.

도표 48. 현대백화점 매출 및 감가상각비와 영업이익률 추이



자료: QuantiWise, 하나증권

도표 49. 신세계 매출 및 감가상각비와 영업이익률 추이

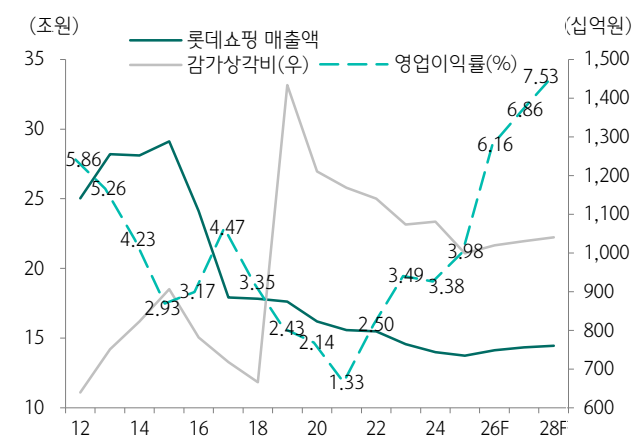


자료: QuantiWise, 하나증권

롯데쇼핑은 2025년 감가상각비가 줄었는데, 자산재평가에 따른 손상이 주요인이었다. 토지는 가치가 증가했지만, 건물/비품은 손상차손이 나온 것이다. 올해부터 다시 감가상각비는 증가 전환할 것으로 보이는데, 그 증가폭은 YoY 2%의 제한적인 수준에 머물 전망이다. 매출 증가로 인한 영업레버리지 효과를 충분히 기대할 수 있다. 백화점 리뉴얼 관련 감가상각비 부담은 크지 않지만, 식품 온라인 '제타' 서비스 관련 물류시스템 투자에 의한 감가상각비가 연간 200억원 이상 추가될 것으로 보인다.

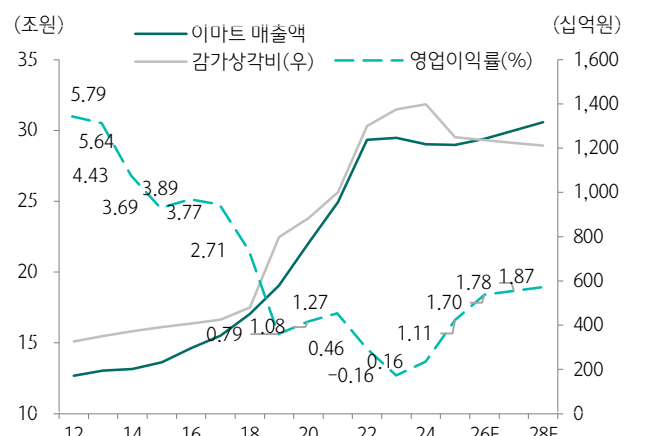
이마트의 경우 2025년부터 감가상각비가 감소하기 시작했는데, 쓱닷컴 네오센터(2~3호기)를 단계적으로 매각하고 있기 때문이다. 2026년 Capex는 3,500억원으로 YoY 200억원 증가할 것으로 예상되는데, 신규점 부지 확보에 500억원 밖에 배정돼 있지 않다. 트레이더스만 매년 1개 정도 신규 오픈이 예정돼 있고, 나머지는 리뉴얼/시스템 개선/유지 보수 비용이다. 한때 연간 1조원 넘게 투자비를 집행하던 2010년대 과거와는 확연하게 달라진 분위기다. 스타필드 외에는 점포 출점이 크기 없다.

도표 50. 롯데쇼핑 매출 및 감가상각비와 영업이익률 추이



자료: QuantiWise, 하나증권

도표 51. 이마트 매출 및 감가상각비와 영업이익률 추이



자료: QuantiWise, 하나증권

(3) 홈플러스 영업중단 효과: 이마트/롯데마트 반사이익 본격화

이마트/롯데마트 실적은 뚜렷한 회복세에 있다. 1분기보다 2분기, 2분기보다 3분기 기존점 성장률이 올라가고 있다. i) 소비심리가 양호하고, ii) 홈플러스 100여개 점포의 영업 중단 영향 반사이익도 작지 않다. 인근 점포 매출이 10% 이상 증가하면서, 전체 기존점 성장률이 약 4%p 제고되고 있다. 이마트와 롯데마트의 기존점 매출은 7월 20일까지 YoY 15% 내외 성장하고 있는 것으로 파악되고 있다. 물론, 전년도 7월 소비쿠폰 발급 전 소비공백 기저효과도 있다. 7월 마지막주는 8월 여름휴가 물품 구매로 성수기다. 7월 말로 가면서 베이스가 높아지지만 그래도 YoY 10% 이상은 가능할 것으로 보인다. 이마트와 롯데마트의 2분기 기존점 성장률은 각각 YoY 3.7%, 0.7%로 파악되고 있다. 3분기 대형마트 기존점 성장률은 상당히 큰 폭 상승할 수 있다. 홈플러스 영업 재개 가능성이 있지만, 상품 MD 측면에서 집객을 회복하기에는 무리가 있어 보인다.

롯데쇼핑/이마트 등 대형마트,
7월 기존점 성장률
YoY 10% 이상 증가

홈플러스 폐업으로 롯데쇼핑과 이마트 등 대형마트 사업을 영위하고 있는 업체들의 반사이익이 기대된다. 2025년 이후 홈플러스 59개점 폐점 영향 인근 이마트/롯데마트 매출은 YoY 10% 증가했고, 전사적으로 2%p 성장률을 제고시킨 바 있다. 남은 67개점의 경우 협력사 대금 미지급으로 매대 물품이 많이 줄었지만, 신선식품이나 대기업 가공식품 등 필수 식자재 판매는 지속하고 있었다. 따라서, 반사이익이 적지 않을 것으로 예상되며, 그 효과는 이전 사례(59개점 폐점 영향)와 유사할 것으로 추정한다. 기존점 매출이 2% 증가하면 이마트와 롯데마트 각각 연간 약 550억원, 200억원 영업이익을 늘릴 수 있다(추가 매출의 GPM 25% 가정). 전체 영업이익의 18%, 4%(2025년 연결 영업이익 기준) 증가시킬 수 있는 큰 금액이다.

다만, 이 이슈만으로 롯데쇼핑과 이마트를 투자 비중을 늘리기에는 다른 실적 불확실성이 요인이 작지 않다. 먼저 이마트의 경우 스타벅스/신세계건설/G마켓 사업이 부담이다. 스타벅스는 탕크데이 사건으로 6월 성수기 프리퀀시 행사를 전혀 하지 못했다. 6월 매출만 YoY 30% 감소할 것으로 예상됨에 따라 2분기 스타벅스 영업이익은 적자 가능성도 제기되고 있다. 신세계건설은 미분양 관련 대손충당금 우려가 상존하고 있고, G마켓 관련 지분법손실도 작지 않을 듯하다(1분기 약 500억원 지분법손실 반영).

롯데쇼핑의 경우 백화점/마트/슈퍼/홈쇼핑/컬처웍스가 모두 실적 개선세에 있으나, 롯데하이마트와 마트 온라인 사업은 부담이다. 특히 대형마트 온라인 사업은 식품 온라인 사업 '제타' 출시 영향 하반기 비용부담이 클 것으로 보인다. 2025년 마트 사업 영업적자 570억원 가운데 540억원이 온라인 사업이었는데, 오카도 물류센터가 8월 오픈하게 되면 올해 대형마트 온라인 영업적자 규모는 약 700억원까지 늘어날 수 있다. 아울러, 인도네시아 법인은 현지 정치/경제 불안으로 소비가 크게 위축된 상태다. 2분기 영업손실이 작지 않을 것으로 보인다.

4. 투자전략: 롯데쇼핑 톱픽, 당분간 대형마트>백화점

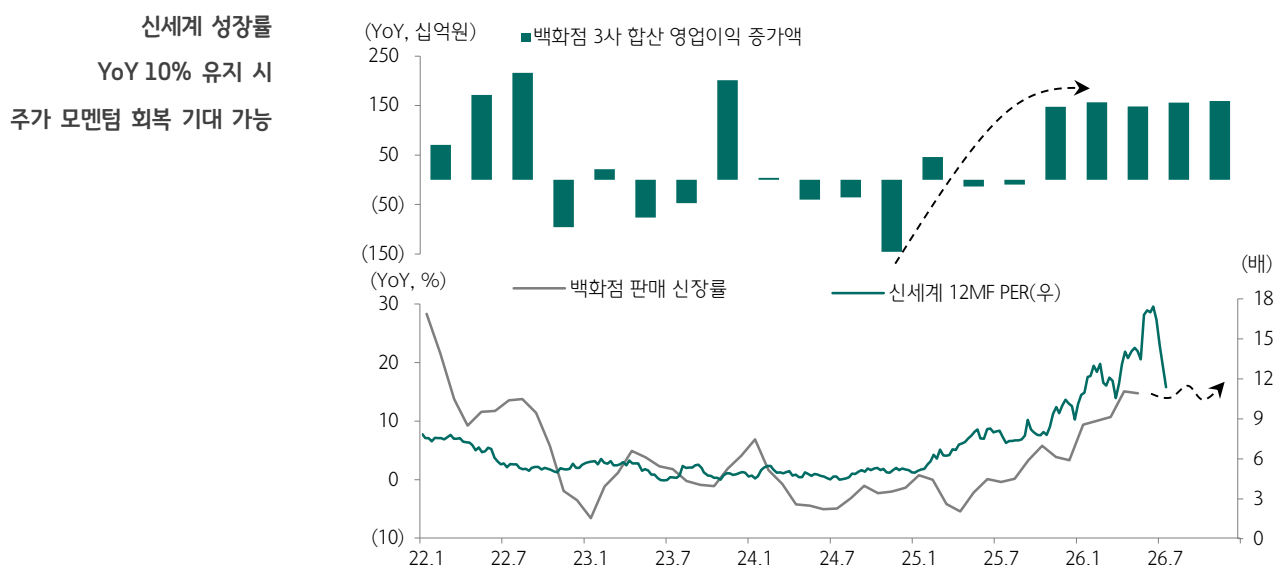
2025년 이후 최대 변동
주식자산
외국인 인바운드
가계소득 증가

서두에 언급한 바와 같이 유통업종은 소비패턴 변화의 결과물이다. 따라서 향후 합리적인 유통업종 전망을 위해서는 현재 소비시장을 가장 크게 감싸고 있는 사회현상/경제구조의 변화를 멀리서 객관적으로 자각해야 한다. 2025년 이후 가장 큰 변동은 주식자산/외국인 인바운드/가계소득 증가가 되겠다. 이 세가지 요소 가운데 주식자산 효과는 이미 정점을 지났고, 외국인 인바운드 효과는 강해지고 있으며, 가계소득 증가 효과는 2027년부터 본격화될 것으로 보인다. 단기적으로 백화점 주가 모멘텀 약화는 불가피해보인다. 다만, 얼마까지 하락할지, 그리고 주가 반등의 트리거는 뭐가 될 수 있을지 관건이다. 만일, 외국인 인바운드 모멘텀이 자산효과 둔화를 극복할 수 있다면 주가 하락폭은 제한적일 수 있다. 주식시장에서는 하반기 백화점 성장률에 대한 기대치를 낮추기 시작할 것이다. 특히 신세계 같은 경우 본점 리뉴얼 효과 때문에 전년도 베이스가 서서히 높아지는 것도 언뜻 보기에 부담이다.

현재 신세계 12MF PER은 15에서 10배 수준까지 하락한 상태이다. 하반기 높은 베이스에도 기존점 성장률을 YoY 10% 이상으로 지속할 수 있다면, 외국인 인바운드 모멘텀에 대한 기대감이 커지면서 주가의 추가 하락 여지가 커 보이지는 않는다. 4분기로 들어서면 2027년에 대한 기대감이 높아질 수 있다. 4분기는 더구나 성수기다. 확정된 인센티브 때문에 선수요도 발생할 수 있다. YoY 10% 성장률을 유지한다면, 성수기 효과에 2027년 소득효과 기대감이 커지면서 주가 모멘텀 회복을 기대할 수 있겠다. 일본 백화점의 경우 외국인 인바운드 모멘텀 만으로 PER이 15배 이상을 넘어선 바 있다.

이제 부동산 시장을 봐야할 지 모른다. 자산효과 때문이 아니다. 두 IT 대기업의 투자와 맞물려 동탄을 비롯 관련 지역들의 아파트 가격이 크게 상승하고 있다. 대규모 투자 효과를 선반영하고 있는 것이다. 백화점 주가와 부동산 모두 IT 대기업들의 투자와 관련 있는데, 방향은 반대로 가고 있다. 주식 자산효과를 뒤로하고 이제 외국인 인바운드 모멘텀을 확인하면서, 소득효과를 기다릴 때다.

도표 52. 백화점 판매 신장률과 3사 합산 영업이익 증감액, 신세계 12MF PER



자료: 통계청, Quantwise, 하나증권

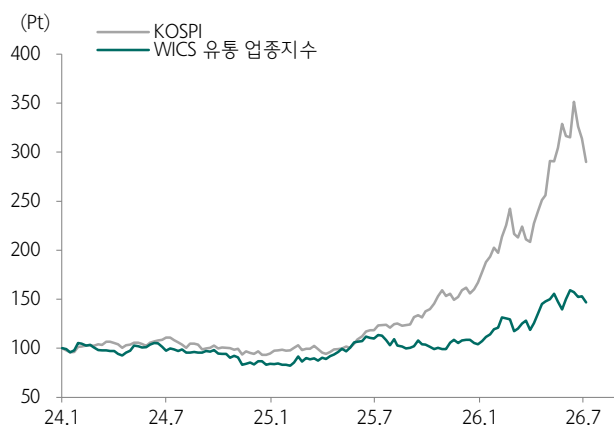
반면, 대형마트, 즉, 이마트와 롯데마트는 홈플러스 영업중단 효과와 소비심리 개선 영향 등으로 7월 기준점 성장률이 YoY 10% 이상 기록할 것으로 보인다. 8월은 전년도 소비쿠폰 발행 영향 베이스가 낮아서 더 큰폭 증가가 예상된다. 2분기 대비 3분기 실적 모멘텀이 크게 증가하는 시기다. 단기적으로 이마트와 롯데쇼핑 주가가 신세계/현대백화점 주가를 아웃퍼폼할 수 있다. 이마트보다는 롯데쇼핑을 좀더 긍정적으로 본다. 두 회사 모두 계열사가 매우 많기 때문에 실적 불안 요인을 갖고 있다. 롯데쇼핑은 롯데하이마트/식품 온라인 사업(제타 서비스)/인도네시아 사업이 그렇고, 이마트는 스타벅스/쓱닷컴/G마켓/신세계건설이 불확실성 요인이다. 롯데쇼핑을 조금 우위로 보는 이유는 이마트의 불확실성이 좀더 크기 때문이다. 특히, 신세계건설의 경우 지방 미분양으로 대손충당금이 얼마나 잡힐 지 모른다.

GDI와 소매판매의 높은 동행성, 2027년 소비 시장 큰 충격 가능

GDI 규모가 추세를 크게 벗어나면서 레벨업 하고 있다. GDI와 소매판매의 높은 동행성을 감안할 때 2027년 소비 시장에 굉장한 충격이 발생할 수 있다. 향후 가계 소득과 소비가 어떻게 달라질 지 예측하기 어렵다. 국제유가 상승과 금리 인상은 부담이 될 수 있으나, 압도적인 소득 증가율이 다른 부정적 요인들을 상쇄하고 남음이 있다. 2027년에는 백화점은 물론 대형마트와 편의점, 홈쇼핑, 온라인까지 채널간 침투에 의한 대체효과보다 소득효과가 훨씬 크게 작용할 가능성이 크다. 유통 업종 비중을 서서히 늘려갈 때다.

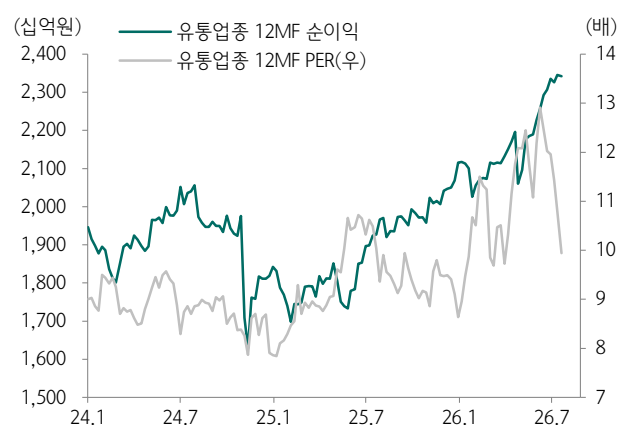
톱픽은 롯데쇼핑으로 한다. 소비 규모 전반이 한단계 크게 올라선다면, 다양한 유통 채널은 물론, 패션 투자 회사(Zara)/자회사까지 보유하고 있는 롯데쇼핑이 가장 주목할 만한 실적 모멘텀을 보일 수 있다. 상대적으로 편의점 업체들의 수익성 개선세는 긍정적이나 매출 성장률이 너무 낮고, 호텔신라는 사업 구조와 성장 여력 대비 밸류에이션이 상대적으로 높다.

도표 53. 코스피 vs. 유통 업종 주가지수



주: WICS 유통 기준, 2024년 1월 2일=100
자료: 에프앤가이드, QuantiWise, 하나증권 리서치센터

도표 54. 유통 업종 12M Fwd 순이익, PER 추이



자료: 에프앤가이드, QuantiWise, 하나증권 리서치센터

도표 55. 유통업체 판매동향

구 분	2025 년								2026 년				
	5 월	8 월	7 월	8 월	9 월	10 월	11 월	12 월	1 월	2 월	3 월	4 월	5 월
전체유통업체매출증가율(%)	6.7	7.5	9.1	3.6	9.1	5.3	4.2	4.4	4.5	8.3	5.6	7.2	9.0
오프라인	0.5	-1.4	2.5	-3.3	-1.4	6.3	2.6	1.7	-0.5	15.2	1.9	6.7	9.3
온라인	11.7	14.7	14.1	9.2	17.6	4.6	5.3	6.3	8.2	3.9	8.1	7.5	8.8
기존점성장률(전년동월비%)													
백화점	2.3	-0.9	5.1	2.8	4.8	12.2	12.3	9.3	13.4	25.6	14.7	21.7	24.5
대형마트	-0.6	-3.0	-2.2	-15.1	-11.6	9.6	-8.3	-9.0	-18.5	19.8	-15.2	-6.6	-5.1
편의점(전점)	-0.6	-1.2	3.5	0.7	0.6	0.3	0.3	1.4	0.8	4.0	2.7	3.3	5.9
SSM(전점)	-4.3	-5.5	-2.3	-8.8	-9.9	3.1	-5.4	-5.8	-5.6	4.3	-1.1	-0.7	-1.7
백화점													
여성캐주얼	-2.2	-4.7	2.7	0.9	2.4	13.9	2.2	13.9	17.0	25.1	12.8	21.1	25.7
명품(해외유명브랜드)	8.1	2.9	11.3	12.4	12.6	19.5	23.3	13.7	31.0	22.6	21.7	38.1	37.3
구매단가증감율	4.4	3.2	6.0	5.6	10.1	9.0	12.0	4.3	1.7	15.6	7.4	9.3	9.8
구매건수증감율	-2.0	-4.0	-0.8	-2.6	-4.8	3.0	0.3	4.8	11.5	8.7	6.8	11.4	13.4
대형마트													
식품	0.4	-0.1	-0.8	-16.0	-8.9	11.4	-7.3	-8.9	-19.3	25.2	-18.2	-9.4	-8.1
구매단가증감율	2.5	1.0	-0.3	-7.3	-2.7	10.7	-0.7	-1.4	-8.7	17.5	-3.3	-0.1	2.4
구매건수증감율	-3.0	-4.0	-1.9	-8.4	-9.2	-0.9	-7.6	-7.8	-10.7	2.0	-12.3	-6.7	-7.4
편의점													
식품	-0.6	-2.1	5.0	1.7	-0.4	1.4	1.5	2.9	2.1	7.3	3.3	5.1	8.8
담배등기타	-0.6	0.1	1.7	-0.7	1.8	-1.2	-1.3	-0.5	-0.8	0.1	1.9	0.9	2.2
구매단가증감율	3.0	2.5	3.6	3.5	1.9	4.8	2.5	2.1	1.1	-3.4	1.8	1.7	3.1
구매건수증감율	-3.5	-3.5	0.0	-2.7	-1.3	-4.3	-2.1	-0.7	-0.2	0.6	0.9	1.6	2.8
점포증가율	-1.2	-1.8	-2.7	-2.6	-2.7	-3.4	-3.2	-2.9	-2.9	-2.9	-2.7	-2.4	-2.0
점포당매출증가율	0.6	0.6	6.4	3.3	3.4	3.8	3.6	4.4	3.9	7.1	5.5	5.8	8.1

자료: 각 사, 애플앤가이드, QuantiWise, 하나증권

도표 56. 주요 유통 업체 2분기 및 연간 실적 전망과 컨센서스

(단위: 십억원)

기업명	항목	2Q25	2Q26E	%YoY	2025	2026E	%YoY	컨센서스	
								2Q26	2026
롯데쇼핑 023530	매출액	3,349.7	3,432.5	2%	13,738.4	14,120.6	3%	3,567.5	14,267.4
	영업이익	40.6	106.9	163%	547.0	869.7	59%	113.8	818.4
	순이익	-20.4	34.9	흑전	51.6	354.5	588%	35.1	404.3
	OPM(%)	1.2%	3.1%		4.0%	6.2%		3.2%	5.7%
이마트 139480	매출액	7,039.0	7,179.8	2%	28,970.4	29,404.9	1%	7,019.2	29,220.2
	영업이익	21.6	61.0	182%	322.5	499.9	55%	56.3	540.6
	순이익	-52.3	-17.0	적지	136.2	100.5	-26%	-45.3	156.8
	OPM(%)	0.3%	0.8%		1.1%	1.7%		0.8%	1.8%
신세계 004170	매출액	1,693.8	1,754.7	4%	6,929.5	7,295.0	5%	1,800.2	7,345.2
	영업이익	75.3	148.7	97%	480.0	784.4	63%	152.8	774.1
	순이익	-2.3	62.3	흑전	13.9	417.4	2,894%	72.7	472.7
	OPM(%)	4.4%	8.5%		6.9%	10.8%		8.5%	10.5%
현대백화점 069960	매출액	1,080.3	977.9	-9%	4,230.3	4,249.8	0%	1,051.2	4,246.7
	영업이익	86.9	78.0	-10%	378.0	412.7	9%	86.9	438.3
	순이익	45.1	53.8	19%	207.7	281.7	36%	55.3	278.3
	OPM(%)	8.0%	8.0%		8.9%	9.7%		8.3%	10.3%
GS 리테일 007070	매출액	2,985.3	3,088.4	3%	11,957.4	12,391.1	4%	3,122.1	12,430.6
	영업이익	83.1	100.3	21%	292.1	340.3	16%	101.3	347.8
	순이익	15.3	84.8	455%	43.4	183.3	322%	62.4	206.4
	OPM(%)	2.8%	3.2%		2.4%	2.7%		3.2%	2.8%
BGF 리테일 282330	매출액	2,290.2	2,404.1	5%	9,061.2	9,513.7	5%	2,414.1	9,503.8
	영업이익	69.4	74.1	7%	254.0	293.4	16%	76.0	296.1
	순이익	52.8	57.0	8%	195.3	224.8	15%	55.4	226.2
	OPM(%)	3.0%	3.1%		2.8%	3.1%		3.1%	3.1%
호텔신라 008770	매출액	1,025.5	1,028.2	0%	4,068.3	4,041.6	-1%	992.2	4,052.4
	영업이익	8.7	53.5	518%	13.5	165.2	1,123%	55.3	190.4
	순이익	-0.9	31.5	흑전	-172.9	89.8	흑전	33.7	115.8
	OPM(%)	0.8%	5.2%		0.3%	4.1%		5.6%	4.7%

주: 순이익은 지배주주순이익

자료: 각 사, 에프앤가이드, QuantiWise, 하나증권

도표 57. 유통업종 커버리지 투자지표

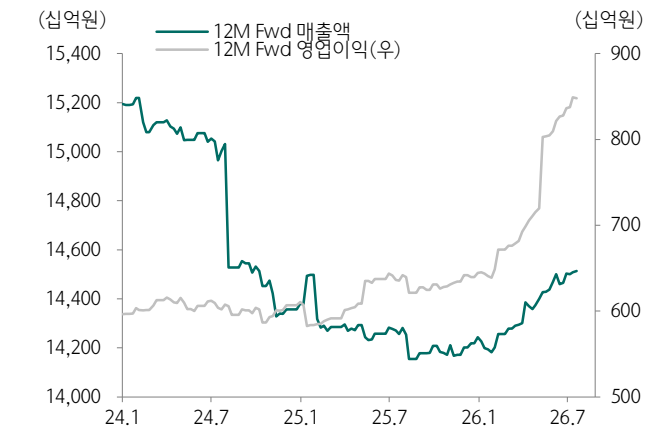
(단위: 십억원)

기업명	투자의견	적정주가(원)	FY	매출액	영업이익	순이익	EPS	P/E	P/B	EV/EBITDA	ROE
롯데쇼핑	BUY	180,000	2026F	14,120.6	869.7	354.5	12,533.0	10.0	0.2	8.7	2.3
			2027F	14,332.0	983.4	428.3	15,139.4	8.3	0.2	8.2	2.7
이마트	BUY	110,000	2026F	29,404.9	499.9	100.5	3,641.0	22.6	0.2	8.1	0.9
			2027F	29,993.0	535.4	116.9	4,235.0	19.4	0.2	8.6	1.1
신세계	BUY	750,000	2026F	7,295.0	784.4	417.4	43,963.2	11.5	1.0	8.4	9.0
			2027F	7,748.0	917.1	511.4	54,148.4	9.3	0.9	7.2	10.1
현대백화점	BUY	180,000	2026F	4,249.8	412.7	281.7	12,859.8	10.1	0.6	6.2	6.0
			2027F	4,630.2	514.5	361.8	16,776.7	7.7	0.5	4.9	7.3
GS 리테일	BUY	31,000	2026F	12,391.1	340.3	183.3	2,192.2	11.7	0.6	5.0	5.5
			2027F	12,672.6	361.7	212.7	2,544.0	10.1	0.6	5.6	6.1
BGF 리테일	BUY	165,000	2026F	9,513.7	293.4	224.8	13,004.4	9.5	1.5	3.8	16.2
			2027F	9,944.0	323.7	248.9	14,399.3	8.6	1.3	3.8	16.0
호텔신라	BUY	57,000	2026F	4,041.6	165.2	89.8	2,243.9	21.0	1.4	10.1	7.8
			2027F	4,050.6	205.9	127.0	3,175.4	14.8	1.3	8.9	10.1

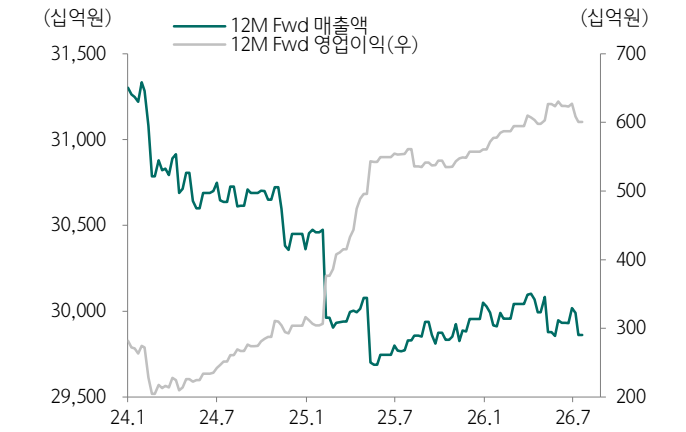
5. 부록

주요 유통 업체 12M FWD 컨센서스 추이

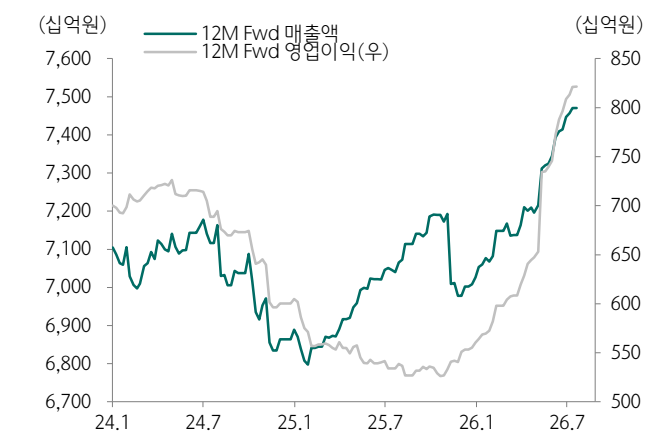
롯데쇼핑



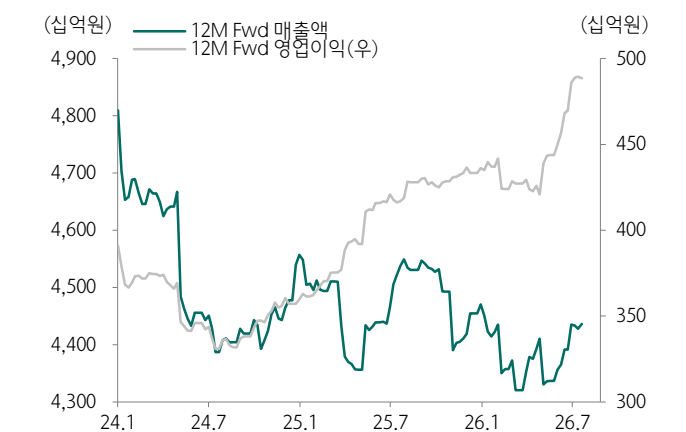
이마트



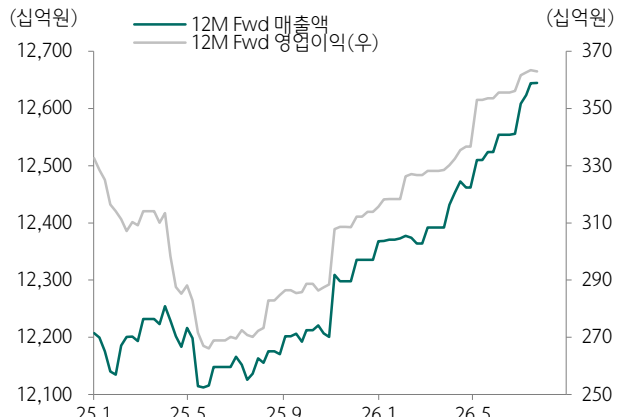
신세계



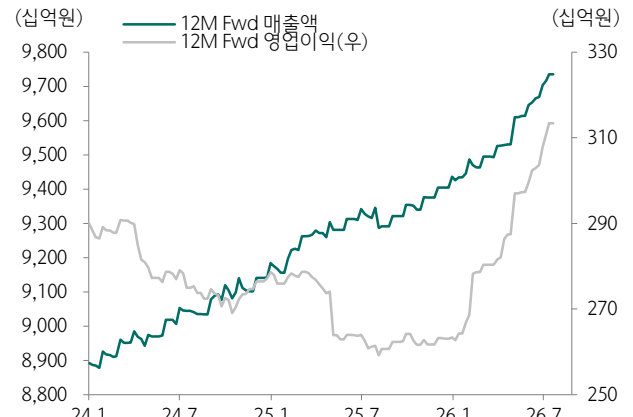
현대백화점



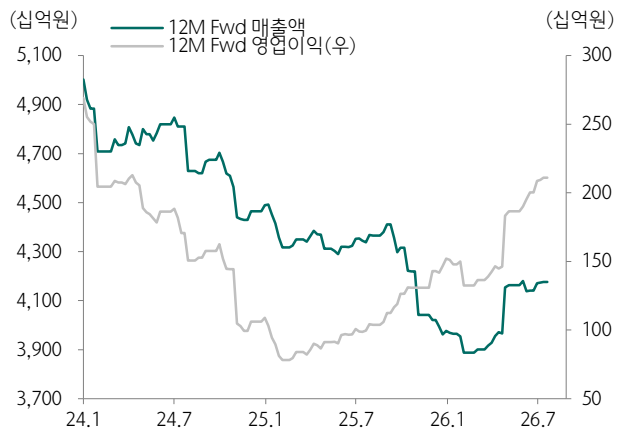
GS리테일



BGF리테일



호텔신라



자료: QuantilWise, 하나증권

기업분석

롯데쇼핑(023530)	56
이마트(139480)	61
신세계(004170)	65
현대백화점(069960)	69
GS리테일(007070)	72
BGF리테일(282330)	75
호텔신라(008770)	78

2026년 07월 29일 | 기업분석

BUY (신규)

목표주가(12M) 180,000원
현재주가(7.28) 122,700원

Key Data

KOSPI 지수 (pt)	6,023.66
52주 최고/최저(원)	203,500/64,100
시가총액(십억원)	3,471.0
시가총액비중(%)	0.07
발행주식수(천주)	28,288.8
60일 평균 거래량(천주)	174.9
60일 평균 거래대금(십억원)	28.4
외국인지분율(%)	13.78
주요주주 지분율(%)	
롯데지주 외 26 인	60.13
국민연금공단	12.88

Consensus Data

	2026	2027
매출액(십억원)	14,267.4	14,671.2
영업이익(십억원)	818.4	876.4
순이익(십억원)	404.3	463.2
EPS(원)	13,450	15,591
BPS(원)	547,253	559,639

Stock Price



Financial Data (십억원, %, 배, 원)

투자지표	2024	2025	2026F	2027F
매출액	13,986.6	13,738.4	14,120.6	14,332.0
영업이익	473.1	547.0	869.7	983.4
세전이익	(1,021.2)	83.4	521.4	669.2
순이익	(968.0)	51.6	354.5	428.3
EPS	(34,219)	1,822	12,533	15,139
증감율	적전	흑전	587.87	20.79
PER	(1.58)	39.79	10.31	8.53
PBR	0.10	0.14	0.24	0.23
EV/EBITDA	9.39	9.44	9.34	8.82
ROE	(7.74)	0.34	2.32	2.75
BPS	548,195	536,921	545,457	556,599
DPS	3,800	4,000	4,000	4,000



Analyst 박중대 forsword@hanafn.com
RA 양정석 jsyang@hanafn.com

롯데쇼핑 (023530)

15년 만에 전사적인 실적 턴어라운드

백화점/대형마트 견인 가파른 실적 개선

백화점 기존점 매출은 1분기 YoY 13%에 이어 2분기 15%의 높은 신장세를 이어가고 있다. 외국인 2026년 1분기 5.2%에 이어 2분기에는 7%를 넘어선 것으로 파악되고 있다. 외국인 매출에서 패션/스포츠 등 고마진 카테고리 비중도 40%가 되기 때문에 마진 측면에서도 긍정적이다. 할인점은 홈플러스 스텝 효과를 톡톡히 보고 있다. 5월~6월 기존점 성장률을 YoY +2%p, 7월부터는 홈플러스 전점이 영업중단하면서 기존점 성장률을 YoY 4%p 제고시키고 있다. 해외 백화점 사업도 영업이익률이 20% 이상 나올 정도로 좋다. 베트남에 대형 쇼핑몰(웨스트레이크 하노이, 지분율 100%)을 2023년 9월에 오픈했는데, 베트남 최고의 쇼핑몰로 자리매김하고 있다. 한류가 강한 가운데, 최신 화장품 중심 신규 MD 반응이 특히 좋다. 1분기에만 50억원 이익을 남겼다.

홈쇼핑/시네마, 패션 계열사까지 좋아지는 실적

홈쇼핑과 컬처웍스, 해외 사업도 좋다. 홈쇼핑은 SO수수료 부담 완화와 상품 믹스 개선 영향으로 영업이익이 크게 증가하고 있다. 최근 패션/화장품 관련 매출이 상당히 늘고 있다. 컬처웍스는 코로나19 이후 인건비가 크게 줄어든 가운데, 올해 1분기를 기점으로 영화 시장이 살아나고 있다는 점이 긍정적이다. 무엇보다, 베트남 사업이 좋다. 자국 제작 역량이 개선되는 가운데, 소비자 입장에서는 OTT 가격 부담이 크기 때문에 영화관을 찾고 있다. 역대 최대 흥행을 갱신하고 있다. 에프알엘코리아(패션)와 자라리테일코리아 등 패션 계열사/지분투자회사까지 실적이 좋아지면서 기타 사업 및 지분법이익도 개선되고 있다.

식품온라인/인도네시아 사업 부진 충분히 극복할 듯

온라인 글로서리 사업, '제타'가 관련 조직 및 물류센터 비용 증가로 온라인 사업은 연간 700억원까지 영업손실이 늘어날 수 있다. 인도네시아 정국 불안과 소비 위축도 부담이 될 수 있다(2분기 영업손실 60억원 추정). 아울러, 하이마트도 전년도 에어컨 높은 베이스와 아파트 입주 물량 축소에 따른 대형가전 매출 위축으로 실적 부진이 지속될 전망이다. 그래도 2분기 연결 영업이익은 1,070억원(YoY 163%)에 이를 전망인데, 백화점/할인점의 높은 영업 레버리지 효과 때문이다.

목표주가 18만원, 투자 의견 '매수'로 커버리지 개시

목표주가 18만원은 12MF PER 13배 수준으로, 백화점과 홈쇼핑, 컬처웍스의 사업가치는 물론 기타 자회사 지분가치까지 Sum of Parts 방식으로 산출한 수치다. 지난 15년 동안의 실적 부진을 극복하고 전사적인 실적 턴어라운드 국면에 있다. 백화점 부진 점포 스텝과 대형마트 통합 소싱, 홈쇼핑 송출수수료 정제 등이 복합적으로 작용한 결과다. 주식 자산/외국인 인바운드/가계 소득효과로 실적과 주가가 한단계 레벨업할 것으로 기대한다. 특히, 2027년 가계소득 효과는 유통 채널 전반을 품고 있는 롯데쇼핑 수혜가 가장 클 것으로 예상된다. 현재 주가는 12MF PER 10배 수준으로 저가 매수가 바람직하다.

도표 1. 롯데쇼핑 분기 실적 전망

(단위: 십억원)

	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	2025	1Q26	2Q26F	3Q26F	4Q26F	2026F
매출	3,457	3,350	3,410	3,522	13,738	3,582	3,433	3,565	3,542	14,121
백화점	806	816	765	953	3,339	872	886	823	1,013	3,594
국내	775	786	734	917	3,213	837	853	789	974	3,454
해외	31	30	31	36	127	36	33	34	39	141
할인점	1,487	1,295	1,334	1,355	5,471	1,526	1,306	1,406	1,399	5,637
국내	1,018	946	990	971	3,925	1,041	974	1,079	1,028	4,121
해외	469	350	344	383	1,546	485	332	327	371	1,515
하이마트	529	594	652	524	2,300	497	559	633	520	2,208
슈퍼	305	309	314	299	1,226	306	310	316	300	1,232
홈쇼핑	228	231	211	232	902	232	236	216	237	920
이커머스	28	27	23	32	109	27	26	23	32	108
컬처웍스	86	92	128	128	434	125	119	160	139	543
영업이익	148	41	131	228	547	253	107	200	310	870
백화점	130	65	83	226	504	191	111	119	266	687
국내	128	63	80	220	491	184	104	113	259	660
해외	2	2	4	6	13	8	7	6	6	27
할인점	28	-39	12	-8	-7	34	-38	37	18	51
국내	7	-48	2	-18	-57	9	-42	32	13	12
해외	21	9	9	10	50	25	4	5	5	39
하이마트	-11	10	19	-9	10	-15	2	16	-2	0
슈퍼	3	3	5	-3	8	2	2	3	-4	4
홈쇼핑	12	12	10	10	45	26	24	15	18	83
이커머스	-9	-8	-10	-3	-29	-6	-5	-7	-2	-20
컬처웍스	-10	-6	8	-2	-11	8	7	10	5	30
세전이익	45	-24	-15	78	83	180	43	97	201	521
당기순이익	18	-10	-49	115	74	144	34	76	163	417
지배주주순이익	16	-20	-57	112	52	128	31	68	127	355
매출(YoY, %)	-1.6	-2.3	-4.4	1.3	-1.8	3.6	2.5	4.5	0.6	2.8
백화점	-1.1	-2.4	1.3	4.4	0.6	8.2	8.6	7.6	6.3	7.6
국내	-1.4	-2.7	0.7	4.2	0.3	7.9	8.5	7.5	6.3	7.5
해외	6.2	5.0	17.3	9.8	9.4	14.5	12.0	10.0	8.0	11.0
할인점	0.3	-1.8	-7.5	1.7	-1.9	2.6	0.8	5.4	3.3	3.0
국내	-3.4	-2.2	-9.6	0.9	-3.8	2.2	3.0	9.0	5.8	5.0
해외	9.5	-0.6	-0.9	3.6	3.3	3.4	-5.0	-5.0	-3.2	-2.0
영업이익(YoY, %)	29.0	-27.5	-15.8	54.7	15.6	70.6	163.1	53.4	36.0	59.0
순이익(YoY, %)	-79.2	-77.6	-354.6	-111.5	-105.3	691.8	흑전	흑전	13.1	587.7
영업이익률(YoY, %)	4.3	1.2	3.8	6.5	4.0	7.1	3.1	5.6	8.7	6.2
백화점	16.1	8.0	10.9	23.7	15.1	21.9	12.5	14.5	26.2	19.1
국내	16.5	8.0	10.8	24.0	15.3	21.9	12.2	14.3	26.6	19.1
해외	6.8	6.1	11.8	15.7	10.3	21.4	20.0	18.0	16.8	19.0
할인점	1.9	-3.0	0.9	-0.6	-0.1	2.2	-2.9	2.7	1.3	0.9
국내	0.7	-5.1	0.2	-1.8	-1.4	0.8	-4.3	3.0	1.3	0.3
해외	4.6	2.6	2.7	2.6	3.2	5.2	1.2	1.5	1.3	2.6

자료: 롯데쇼핑, 하나증권

도표 2. 롯데쇼핑 밸류에이션

(단위: 십억원)

사업부문	항목	2026F	2027F	비고
백화점	적정시가총액	2,930	3,839	영업이익+금융손익-법인세 PER 15배 적용
	수정순익	195	256	
	적정PER	15.0	15.0	
할인점	적정시가총액	1,270	1,270	실적 턴어라운드 국면 감안 PBR 적용
	장부가가치	4,233	4,233	
	적정PER	0.3	0.3	
하이마트	지분가치	29	29	지분율 65%, 적정시가총액의 70% 할인 2026.7.25 기준
	시가총액	149	149	
홈쇼핑	적정시가총액	140	142	적정 시가총액의 20% 할인 지분율 53.5% 홈쇼핑 적정 PER 10배 적용
	수정순익	33	34	
	적정PER	10	10	
컬처웍스	적정시가총액	193	212	지분율 86%
	수정순익	22	25	
	적정PER	10.0	10.0	
기타 자사	적정시가총액	628	628	사업불확실성 감안 PBR 0.5배 적용
	장부가	1,257	1,257	
	적정 PBR	0.5	0.5	
적정시가총액		5,190	6,120	
주식수		28,289	28,289	
적정주가(원) I		183,452	216,351	
적정주가(원) II		183,644		시간 가중 평균

자료: 롯데쇼핑, 하나증권

도표 3. 롯데쇼핑 연간 실적 전망과 밸류에이션

(단위: 십억원)

		2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
매출		14,556	13,987	13,738	14,121	14,332	14,453
백화점		3,336	3,319	3,339	3,594	3,853	4,114
	국내	3,256	3,204	3,213	3,454	3,695	3,936
	해외	80	116	127	141	158	178
할인점		5,735	5,576	5,471	5,637	5,817	5,970
	국내	4,282	4,080	3,925	4,121	4,286	4,423
	해외	1,453	1,497	1,546	1,515	1,530	1,546
하이마트		2,610	2,357	2,300	2,208	2,219	2,230
슈퍼		1,306	1,296	1,226	1,232	1,238	1,244
홈쇼핑		942	925	902	920	939	958
이커머스		135	120	109	108	108	107
컬처웍스		562	452	434	543	597	645
영업이익		508	473	547	870	983	1,089
백화점		487	400	504	687	746	808
	국내	507	406	491	660	713	767
	해외	-21	-6	13	27	33	41
할인점		87	65	-7	51	87	115
	국내	47	17	-57	12	43	66
	해외	40	48	50	39	44	49
하이마트		8	2	10	0	3	3
슈퍼		26	29	8	4	6	9
홈쇼핑		8	50	45	83	84	86
이커머스		-86	-69	-29	-20	-14	-10
컬처웍스		-8	0	-11	30	33	35
세전이익		184	-1,021	83	521	669	803
당기순익		169	-994	74	417	535	643
지배주주순이익		174	-968	52	355	428	514
적정시가총액		Na	Na	670	4,609	5,568	6,683
주식수(천주)		28,289	28,289	28,289	28,289	28,289	28,289
적정주가(원)		Na	Na	23,692	162,929	196,812	236,241
적정 PER(배)		Na	Na	13	13	13	13
EPS(원)		6,165	-34,219	1,822	12,533	15,139	18,172
매출 (YoY %)		-5.9	-3.9	-1.8	2.8	1.5	0.8
백화점		3.4	-0.5	0.6	7.6	7.2	6.8
	국내	2.7	-1.6	0.3	7.5	7.0	6.5
	해외	38.6	44.0	9.4	11.0	12.0	13.0
할인점		-2.9	-2.8	-1.9	3.0	3.2	2.6
	국내	-5.2	-4.7	-3.8	5.0	4.0	3.2
	해외	4.6	3.0	3.3	-2.0	1.0	1.1
영업이익 (YoY %)		31.6	-6.9	15.6	59.0	13.1	10.7
순이익 (YoY %)		흑전	적전	흑전	587.7	20.8	20.0
영업이익률(%)		3.5	3.4	4.0	6.2	6.9	7.5
백화점		14.6	12.0	15.1	19.1	19.4	19.6
	국내	15.6	12.7	15.3	19.1	19.3	19.5
	해외	-25.7	-5.4	10.3	19.0	20.9	23.0
할인점		1.5	1.2	-0.1	0.9	1.5	1.9
	국내	1.1	0.4	-1.4	0.3	1.0	1.5
	해외	2.8	3.2	3.2	2.6	2.9	3.2

자료: 롯데쇼핑, 하나증권

추정 재무제표

손익계산서	(단위:십억원)				
	2024	2025	2026F	2027F	2028F
매출액	13,986.6	13,738.4	14,120.6	14,332.0	14,452.9
매출원가	7,251.4	7,075.2	7,066.6	7,136.6	7,160.5
매출총이익	6,735.2	6,663.2	7,054.0	7,195.4	7,292.4
판매비	6,262.1	6,116.2	6,184.3	6,212.0	6,203.6
영업이익	473.1	547.0	869.7	983.4	1,088.9
금융손익	(548.8)	(448.6)	(426.2)	(404.9)	(384.6)
종속/관계기업손익	142.6	164.3	208.7	214.9	217.1
기타영업외손익	(1,088.2)	(179.3)	(130.8)	(124.3)	(118.1)
세전이익	(1,021.2)	83.4	521.4	669.2	803.2
법인세	(27.2)	9.9	104.3	133.8	160.6
계속사업이익	(994.1)	73.6	417.1	535.3	642.6
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	(994.1)	73.6	417.1	535.3	642.6
비배주주지분 순이익	(26.1)	22.0	62.6	107.1	128.5
지배주주순이익	(968.0)	51.6	354.5	428.3	514.1
지배주주지분포괄이익	6,188.9	(10.2)	299.9	384.9	462.0
NOPAT	460.5	482.2	695.8	786.7	871.1
EBITDA	1,589.3	1,603.1	1,840.1	1,881.5	1,925.9
성장성(%)					
매출액증가율	(3.91)	(1.77)	2.78	1.50	0.84
NOPAT증가율	(1.52)	4.71	44.30	13.06	10.73
EBITDA증가율	(5.52)	0.87	14.78	2.25	2.36
영업이익증가율	(6.94)	15.62	58.99	13.07	10.73
(지배주주)순이익증가율	적전	흑전	587.02	20.82	20.03
EPS증가율	적전	흑전	587.87	20.79	20.03
수익성(%)					
매출총이익률	48.15	48.50	49.96	50.21	50.46
EBITDA이익률	11.36	11.67	13.03	13.13	13.33
영업이익률	3.38	3.98	6.16	6.86	7.53
계속사업이익률	(7.11)	0.54	2.95	3.73	4.45

투자지표	2024	2025	2026F	2027F	2028F
주당지표(원)					
EPS	(34,219)	1,822	12,533	15,139	18,172
BPS	548,195	536,921	545,457	556,599	570,774
CFPS	60,578	59,905	64,496	66,220	67,816
EBITDAPS	56,180	56,668	65,048	66,511	68,079
SPS	494,422	485,647	499,159	506,634	510,907
DPS	3,800	4,000	4,000	4,000	4,000
주가지표(배)					
PER	(1.58)	39.79	10.31	8.53	7.11
PBR	0.10	0.14	0.24	0.23	0.23
PCFR	0.89	1.21	2.00	1.95	1.91
EV/EBITDA	9.39	9.44	9.34	8.82	8.30
PSR	0.11	0.15	0.26	0.26	0.25
재무비율(%)					
ROE	(7.74)	0.34	2.32	2.75	3.22
ROA	(2.78)	0.13	0.94	1.13	1.35
ROIC	2.10	1.85	2.71	3.11	3.47
부채비율	128.98	124.77	121.54	117.31	112.52
순부채비율	69.60	67.63	62.92	57.86	52.52
이자보상배율(배)	0.76	0.94	1.57	1.83	2.09

자료: 하나증권

대차대조표	(단위:십억원)				
	2024	2025	2026F	2027F	2028F
유동자산	5,516.9	5,195.0	5,454.4	5,740.4	6,079.2
금융자산	2,969.4	2,447.0	2,645.9	2,898.4	3,218.2
현금성자산	1,554.8	571.5	718.4	942.2	1,245.6
매출채권	572.4	440.8	453.1	459.9	463.8
재고자산	1,540.5	1,458.1	1,498.7	1,521.1	1,534.0
기타유동자산	434.6	849.1	856.7	861.0	863.2
비유동자산	33,486.1	32,715.3	32,466.8	32,258.5	32,094.3
투자자산	3,128.8	3,068.4	3,140.4	3,180.2	3,202.9
금융자산	1,684.0	1,594.4	1,625.3	1,642.4	1,652.2
유형자산	24,306.4	24,063.5	23,804.4	23,605.7	23,458.6
무형자산	751.6	788.3	726.9	677.5	637.7
기타비유동자산	5,299.3	4,795.1	4,795.1	4,795.1	4,795.1
자산총계	39,003.0	37,910.3	37,921.2	37,998.9	38,173.5
유동부채	9,836.0	9,989.9	9,679.0	9,348.4	9,024.3
금융부채	5,212.9	5,352.5	4,915.9	4,515.8	4,151.9
매입채무	601.8	596.2	612.8	621.9	627.2
기타유동부채	4,021.3	4,041.2	4,150.3	4,210.7	4,245.2
비유동부채	12,133.4	11,054.2	11,125.2	11,164.5	11,187.0
금융부채	9,612.0	8,500.3	8,500.3	8,500.3	8,500.3
기타비유동부채	2,521.4	2,553.9	2,624.9	2,664.2	2,686.7
부채총계	21,969.4	21,044.1	20,804.2	20,512.9	20,211.3
지배주주지분	15,503.9	15,185.0	15,426.5	15,741.7	16,142.6
자본금	141.4	141.4	141.4	141.4	141.4
자본잉여금	3,574.3	3,574.3	3,574.3	3,574.3	3,574.3
자본조정	(2,899.7)	(3,067.1)	(3,067.1)	(3,067.1)	(3,067.1)
기타포괄이익누계액	7,190.3	7,095.9	7,095.9	7,095.9	7,095.9
이익잉여금	7,497.7	7,440.5	7,682.0	7,997.2	8,398.2
비지배주주지분	1,529.7	1,681.2	1,690.5	1,744.3	1,819.6
자본총계	17,033.6	16,866.2	17,117.0	17,486.0	17,962.2
순금융부채	11,855.5	11,405.8	10,770.3	10,117.6	9,434.0

현금흐름표	(단위:십억원)				
	2024	2025	2026F	2027F	2028F
영업활동 현금흐름	1,587.9	1,723.8	1,852.2	1,812.4	1,799.5
당기순이익	(994.1)	73.6	417.1	535.3	642.6
조정	2,696.8	1,604.1	1,303.2	1,204.1	1,115.2
감가상각비	1,116.1	1,056.0	970.4	898.1	837.0
외환거래손익	176.2	(12.8)	0.0	0.0	0.0
지분법손익	(97.0)	(131.8)	0.0	0.0	0.0
기타	1,501.5	692.7	332.8	306.0	278.2
영업활동 자산부채변동	(114.8)	46.1	131.9	73.0	41.7
투자활동 현금흐름	(1,067.6)	(870.9)	(606.5)	(541.4)	(499.7)
투자자산감소(증가)	1,618.1	1,738.5	(125.2)	(93.1)	(76.0)
자본증가(감소)	(906.0)	(651.8)	(650.0)	(650.0)	(650.0)
기타	(1,779.7)	(1,957.6)	168.7	201.7	226.3
재무활동 현금흐름	(322.6)	(1,846.8)	(1,103.1)	(1,049.6)	(997.9)
금융부채증가(감소)	464.9	(956.1)	(436.6)	(400.1)	(363.8)
자본증가(감소)	(0.1)	0.0	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	(680.0)	(749.3)	(553.4)	(536.4)	(521.0)
배당지급	(107.4)	(141.4)	(113.1)	(113.1)	(113.1)
현금의 증감	197.8	(994.0)	(174.8)	223.8	303.3
Unlevered CFO	1,713.7	1,694.6	1,824.5	1,873.3	1,918.4
Free Cash Flow	681.9	1,072.0	1,202.2	1,162.4	1,149.5

2026년 07월 29일 | 기업분석

BUY (신규)

목표주가(12M) 110,000원
현재주가(7.28) 79,300원

Key Data

KOSPI 지수 (pt)	6,023.66
52주 최고/최저(원)	127,600/71,200
시가총액(십억원)	2,188.3
시가총액비중(%)	0.04
발행주식수(천주)	27,595.8
60일 평균 거래량(천주)	196.2
60일 평균 거래대금(십억원)	18.3
외국인지분율(%)	25.61
주요주주 지분율(%)	
정용진 외 2 인	28.85
국민연금공단	8.94

Consensus Data

	2026	2027
매출액(십억원)	29,220.2	30,320.2
영업이익(십억원)	540.6	643.8
순이익(십억원)	156.8	276.8
EPS(원)	5,218	9,390
BPS(원)	407,578	417,605

Stock Price



Financial Data (십억원, %, 배, 원)

투자지표	2024	2025	2026F	2027F
매출액	29,020.9	28,970.4	29,404.9	29,993.0
영업이익	47.1	322.5	499.9	535.4
세전이익	(605.4)	376.4	231.0	249.4
순이익	(590.0)	136.2	100.5	116.9
EPS	(21,166)	4,921	3,641	4,235
증감율	적지	흑전	(26.01)	16.31
PER	(3.00)	16.52	22.71	19.53
PBR	0.17	0.20	0.20	0.20
EV/EBITDA	8.83	8.13	8.10	8.61
ROE	(5.40)	1.27	0.91	1.06
BPS	377,932	402,471	403,685	405,494
DPS	2,000	2,500	2,500	2,500



Analyst 박중대 forsword@hanafn.com
RA 양정석 jsyang@hanafn.com

이마트 (139480)

더해져가는 대형마트 기업가치

대형마트 사업 확연한 홈플러스 철수 반사이익

1분기 대형마트 기존점 성장률은 YoY 2%, 2분기는 3.7% 수준으로 추정한다. 홈플러스 59개 점이 폐점했는데, 인근 이마트 점포 매출이 10% 증가하면서 전체 기존점 성장률을 2%p 올리고 있다. 이외 트레이더스/에브리데이도 1분기 대비 성장률이 모두 제고되고 있다. 1분기보다 YoY 증익 폭이 더 클 수 있다. 7월부터는 홈플러스 전점이 영업중단에 들어가면서 할인점 기존점 성장률이 +4%p 제고될 것으로 기대한다. 전문점(노브랜드)도 대부분 부진 카테고리 정리하고 안정적 실적 개선을 이어가고 있다. 호텔 사업도 개선세다. 2025년 조선호텔&리조트 영업이익이 530억원을 기록했는데, 올해는 600억원 이상 가능할 듯하다. 프라퍼티도 연간 700억원 이상 무난한 이익 창출이 예상된다(전년도 일회성 이익 약 800억원)

스타벅스/쓱닷컴/G마켓/건설 실적 불확실성

스타벅스코리아는 가슴기 리콜 문제(2분기 19억원 일회성 비용 예상)와 5월 마케팅 논란에 따른 매출 저하로 실적 불확실성이 큰 상태다. 특히, 6월은 전년도 프리퀀시 행사 영향 베이스가 높아 2분기 영업손실이 나올 수도 있다. 쓱닷컴은 매출 부진이 고정비 부담으로 이어지고 있다. 2024년 영업적자 700억원에 이어 2025년에는 배송 문제에 따른 고객 이탈로 영업적자가 1,000억원까지 늘어난 바 있다. GMV는 6조원에서 정체 상태에 있다. 올해도 700억원 정도 영업적자는 각오해야할 듯하다. 이마트24는 2024~25년 1,000개점을 폐점하고, 5,500개 점포를 유지하면서 적자 개선을 목표하고 있다. 신세계푸드는 단체 급식 사업(연간 영업이익 200억원 규모)을 매각하면서 사업 규모가 줄었다. 미국 법인 PK리테일홀딩스는 연간 500억원 이상 안정적인 영업이익을 내고 있다. G마켓(AG글로벌홀딩스)은 외형 성장을 위한 마케팅비 증가 국면에 있기 때문에 당분간 분기 400억원 내외 지분법손실이 불가피해 보인다. 아울러, 신세계건설의 미분양 아파트/상가에 대한 대손충당금은 예측하기 힘든 일회성 비용이다. 2분기 연결 영업이익은 610억원(YoY 182%) 수준이 가능할 전망이다.

목표주가 11만원, 투자 의견 '매수'로 커버리지 개시

11만원은 12MF PER 28배에 해당하는 가격으로 이마트 별도 영업가치와 비상장 자회사 지분가치 등을 Sum of Parts 방식으로 산출한 수치다. 대형마트 부문 높은 실적 모멘텀은 긍정적이나, 몇몇 자회사들의 실적 불확실성이 아쉽다. 스타벅스는 3분기 실적 회복이 예상되고 쓱닷컴과 G마켓 손실도 충분히 분사 실적으로 극복할 수 있는 상황이지만, 신세계건설 실적 불확실성은 밸류에이션 할인 요인이다. 이 불확실성만 해소된다면 추가 회복에 탄력이 붙을 것으로 본다. 현재 주가는 PER 기준으로는 낮지 않지만(12MF PER 21배), PBR 0.2배의 절대적인 저평가 상태다.

도표 1. 이마트 분기 실적 전망

(단위: 십억원)

	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	2025	1Q26	2Q26F	3Q26F	4Q26F	2026F
매출액	7,219	7,039	7,401	7,312	28,970	7,123	7,180	7,660	7,442	29,405
이마트(총매출)	3,042	2,770	2,971	2,870	11,653	3,033	3,133	3,119	2,950	12,236
트레이더스	967	900	1,000	985	3,852	1,060	999	1,110	1,029	4,199
SSG.COM(순매출)	357	350	319	321	1,347	323	315	287	288	1,212
스타벅스코리아	762	796	811	870	3,238	818	636	843	937	3,234
영업이익	159	22	151	-10	323	178	61	191	69	500
이마트	78	-34	55	-12	87	80	-3	78	16	171
트레이더스	42	31	40	17	130	48	45	50	34	176
SSG.COM	-18	-31	-42	-27	-118	-22	-22	-20	-9	-73
스타벅스코리아	35	40	60	38	173	29	0	51	40	120
세전이익	119	-26	344	-61	376	116	-16	154	-23	231
지배주주순이익	71	-52	266	-148	136	60	-17	81	-23	100
영업이익률(%)	2.2	0.3	2.0	-0.1	1.1	2.5	0.9	2.5	0.9	1.7
이마트(%)	2.6	-1.2	1.8	-0.4	0.7	2.6	-0.1	2.5	0.5	1.4
세전이익률(%)	1.7	-0.4	4.7	-0.8	1.3	1.6	-0.2	2.0	-0.3	0.8
당기순이익률(%)	1.0	-0.7	3.6	-2.0	0.5	0.8	-0.2	1.1	-0.3	0.3
매출액(YoY, %)	0.2	-0.2	-1.4	0.9	-0.2	-1.3	2.0	3.5	1.8	1.5
이마트	0.3	0.5	-3.4	2.4	-0.1	-0.3	13.1	5.0	2.8	5.0
트레이더스	5.6	8.1	3.6	17.8	8.5	9.7	11.0	11.0	4.5	9.0
SSG.COM	-13.7	-11.4	-18.3	-14.7	-14.5	-9.6	-10.0	-10.0	-10.5	-10.0
스타벅스코리아	3.7	4.7	2.9	6.3	4.4	7.4	-20.0	4.0	7.7	-0.1
영업이익(YoY, %)	238.2	흑전	35.6	적지	584.8	11.9	182.1	26.4	흑전	55.0
이마트	53.5	적지	-20.9	적지	흑전	3.2	적지	42.3	흑전	97.6
트레이더스	36.9	38.6	14.8	223.1	39.5	13.0	45.5	26.5	100.0	36.2
SSG.COM	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지
스타벅스코리아	7.3	-6.5	-9.6	-22.4	-9.3	-16.5	-100.0	-15.7	5.5	-30.9
세전이익(YoY, %)	262.7	적지	191.9	적지	흑전	-3.1	적지	-55.2	적지	-38.6
지배주주순이익(YoY, %)	157.3	적지	120.5	적지	흑전	-15.5	적지	-69.5	적지	-26.2

자료: 이마트, 하나증권

도표 2. 이마트 밸류에이션

(단위: 십억원)

구분	항목	2025	2026F	2027F	비고
영업가치(A)		4,318	5,039	5,268	
별도	EBITDA	864	1,008	1,054	
	적정 EV/EBITDA	5.0	5.0	5.0	해외 Peer 평균대비 40% 할인
비상장 자회사 지분가치(B)		634	461	574	자회사 지분가치에 할인 50%
썬닷컴(45.6%)	매출	1,347	1,212	1,115	
	적정 PSR	0.5	0.5	0.5	PSR 0.5배
	적정지분가치	307	276	254	
스타벅스(67.5%)	순이익	142	96	132	
	적정 PER	10	10	10	
	적정지분가치	962	646	894	
상장 투자회사 지분가치(C)		767	767	767	80% 할인
	삼성생명(5.9%)	3,676	3,676	3,676	시가총액*지분율
	신세계 I&C(43.9%)	75	75	75	
	네이버(0.24%)	85	85	85	
비상장 자회사 자산가치(D)		1,551	1,551	1,551	비상장사: 순자산가액*0.3
	신세계프라퍼티(100%)	1,204	1,204	1,204	
	조선평(99.9%)	523	523	523	
	이마트24(100%)	1,012	1,012	1,012	
	PK Retail Holdings(100%)	1,627	1,627	1,627	
	신세계푸드(100%)	194	194	194	
	신세계건설(100%)	611	611	611	
순차입금(E)		4,900	4,949	4,998	별도 기준
총기업가치(A+B+C+D-E)		2,371	2,869	3,162	
주식수(천주)		27,595	27,595	27,595	
적정주가(원)		85,920	103,968	114,574	
적정주가(원)		110,115			

자료: 이마트, 하나증권

도표 3. 이마트 연간 실적 전망과 밸류에이션

(단위: 십억원)

	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
매출액	29,472	29,021	28,970	29,405	29,993	30,593
이마트(총매출)	12,087	11,667	11,653	12,236	12,817	13,395
트레이더스	3,373	3,550	3,852	4,199	4,539	4,870
SSG.COM(순매출)	1,678	1,576	1,347	1,212	1,115	1,037
스타벅스코리아	2,930	3,100	3,238	3,234	3,369	3,426
영업이익	-47	47	323	500	535	573
이마트	93	-22	87	171	188	207
트레이더스	58	93	130	176	200	225
SSG.COM	-103	-73	-118	-73	-65	-59
스타벅스코리아	140	191	173	120	168	168
세전이익	-212	-605	376	231	249	276
순이익	-187	-573	246	139	160	186
지배주주순이익	-89	-590	136	100	117	138
적정시가총액	-2,495	-16,521	3,813	2,813	3,272	3,859
주식수(천주)	27,595	27,595	27,595	27,595	27,595	27,595
적정주가	-90,400	-598,679	138,190	101,950	118,582	139,836
적정PER(배)	28	28	28	28	28	28
EPS(원)	-3,229	-21,381	4,935	3,641	4,235	4,994
영업이익률(%)	-0.2	0.2	1.1	1.7	1.8	1.9
이마트	0.8	(0.2)	0.7	1.4	1.5	1.5
매출 (YoY,%)	0.5	-1.5	-0.2	1.5	2.0	2.0
영업이익 (YoY,%)	적전	흑전	584.8	55.0	7.1	7.1
지배주주순이익 (YoY,%)	적전	적지	흑전	-26.2	16.3	17.9

자료: 이마트, 하나증권

추정 재무제표

손익계산서	(단위:십억원)				
	2024	2025	2026F	2027F	2028F
매출액	29,020.9	28,970.4	29,404.9	29,993.0	30,592.9
매출원가	19,979.8	19,877.4	20,318.8	20,678.9	21,044.9
매출총이익	9,041.1	9,093.0	9,086.1	9,314.1	9,548.0
판매비	8,994.0	8,770.4	8,586.2	8,778.8	8,974.6
영업이익	47.1	322.5	499.9	535.4	573.4
금융손익	(399.4)	(313.3)	(330.2)	(358.6)	(380.8)
종속/관계기업손익	23.0	(22.4)	(80.0)	(72.0)	(64.8)
기타영업외손익	(276.1)	389.5	141.3	144.6	147.9
세전이익	(605.4)	376.4	231.0	249.4	275.7
법인세	(32.0)	130.0	92.4	89.8	89.3
계속사업이익	(573.4)	246.3	138.6	159.6	186.3
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	(573.4)	246.3	138.6	159.6	186.3
비지배주주지분 손이익	16.6	110.1	38.1	42.7	48.5
지배주주순이익	(590.0)	136.2	100.5	116.9	137.8
지배주주지분포괄이익	(296.8)	703.5	119.8	138.0	161.1
NOPAT	44.6	211.1	299.9	342.6	387.6
EBITDA	1,675.3	1,811.8	1,678.7	1,470.4	1,316.7
성장성(%)					
매출액증가율	(1.53)	(0.17)	1.50	2.00	2.00
NOPAT증가율	흑전	373.32	42.07	14.24	13.13
EBITDA증가율	8.15	8.15	(7.35)	(12.41)	(10.45)
영업이익증가율	흑전	584.71	55.01	7.10	7.10
(지배주주)순이익증가율	적지	흑전	(26.21)	16.32	17.88
EPS증가율	적지	흑전	(26.01)	16.31	17.92
수익성(%)					
매출총이익률	31.15	31.39	30.90	31.05	31.21
EBITDA이익률	5.77	6.25	5.71	4.90	4.30
영업이익률	0.16	1.11	1.70	1.79	1.87
계속사업이익률	(1.98)	0.85	0.47	0.53	0.61

투자지표	2024	2025	2026F	2027F	2028F
주당지표(원)					
EPS	(21,166)	4,921	3,641	4,235	4,994
BPS	377,932	402,471	403,685	405,494	408,061
CFPS	78,964	84,845	58,905	48,813	41,266
EBITDAPS	60,100	65,466	60,833	53,283	47,713
SPS	1,041,078	1,046,784	1,065,558	1,086,869	1,108,606
DPS	2,000	2,500	2,500	2,500	2,500
주기지표(배)					
PER	(3.00)	16.52	22.71	19.53	16.56
PBR	0.17	0.20	0.20	0.20	0.20
PCFR	0.80	0.96	1.40	1.69	2.00
EV/EBITDA	8.83	8.13	8.10	8.61	9.03
PSR	0.06	0.08	0.08	0.08	0.07
재무비율(%)					
ROE	(5.40)	1.27	0.91	1.06	1.24
ROA	(1.75)	0.40	0.30	0.35	0.41
ROIC	0.26	1.41	2.14	2.65	3.21
부채비율	159.31	144.61	145.34	146.16	146.72
순부채비율	78.92	71.44	63.03	56.23	50.57
이자보상배율(배)	0.10	0.62	0.99	1.06	1.13

자료: 하나증권

대차대조표	(단위:십억원)				
	2024	2025	2026F	2027F	2028F
유동자산	10,429.1	6,229.3	7,426.6	8,414.1	9,237.7
금융자산	2,348.0	2,335.5	3,475.6	4,385.5	5,130.1
현금성자산	1,775.1	1,303.4	2,430.9	3,323.9	4,051.2
매출채권	1,215.6	1,078.6	1,094.8	1,116.7	1,139.0
재고자산	2,054.4	2,088.6	2,120.0	2,162.4	2,205.6
기타유동자산	4,811.1	726.6	736.2	749.5	763.0
비유동자산	23,501.5	27,274.3	26,182.7	25,365.6	24,742.7
투자자산	4,242.4	8,819.8	8,907.0	9,025.0	9,145.3
금융자산	3,405.2	4,370.8	4,391.2	4,418.9	4,447.1
유형자산	9,730.9	9,572.5	8,531.6	7,720.3	7,087.9
무형자산	4,095.7	3,936.7	3,798.7	3,675.0	3,564.2
기타비유동자산	5,432.5	4,945.3	4,945.4	4,945.3	4,945.3
자산총계	33,930.6	33,503.6	33,609.3	33,779.7	33,980.4
유동부채	10,804.1	10,071.4	10,154.9	10,275.1	10,398.3
금융부채	3,749.5	3,704.1	3,693.0	3,685.3	3,678.0
매입채무	1,392.8	1,340.3	1,360.4	1,387.6	1,415.3
기타유동부채	5,661.8	5,027.0	5,101.5	5,202.2	5,305.0
비유동부채	10,041.8	9,735.3	9,755.1	9,781.8	9,809.1
금융부채	8,925.2	8,417.0	8,417.0	8,417.0	8,417.0
기타비유동부채	1,116.6	1,318.3	1,338.1	1,364.8	1,392.1
부채총계	20,845.9	19,806.7	19,909.9	20,056.9	20,207.4
지배주주지분	10,390.5	10,999.0	11,032.5	11,082.5	11,153.3
자본금	139.4	139.4	139.4	139.4	139.4
자본잉여금	4,208.2	4,219.9	4,219.9	4,219.9	4,219.9
자본조정	384.1	368.3	368.3	368.3	368.3
기타포괄이익누계액	1,020.4	1,566.4	1,566.4	1,566.4	1,566.4
이익잉여금	4,638.4	4,705.1	4,738.6	4,788.5	4,859.3
비지배주주지분	2,694.2	2,697.9	2,666.8	2,640.3	2,619.6
자본총계	13,084.7	13,696.9	13,699.3	13,722.8	13,772.9
순금융부채	10,326.8	9,785.6	8,634.4	7,716.7	6,964.8

현금흐름표	(단위:십억원)				
	2024	2025	2026F	2027F	2028F
영업활동 현금흐름	1,459.8	1,318.9	1,370.6	1,166.6	1,003.0
당기순이익	(573.4)	246.3	138.6	159.6	186.3
조정	2,405.4	1,705.0	1,178.8	935.1	743.3
감가상각비	1,628.2	1,489.3	1,178.9	935.0	743.3
외환거래손익	108.9	(15.8)	0.0	0.0	0.0
지분법손익	(59.6)	(374.3)	0.0	0.0	0.0
기타	727.9	605.8	(0.1)	0.1	0.0
영업활동 자산부채변동	(372.2)	(632.4)	53.2	71.9	73.4
투자활동 현금흐름	(892.1)	(1,069.6)	(168.9)	(204.1)	(206.8)
투자자산감소(증가)	2,237.3	(1,966.7)	(156.4)	(187.2)	(189.5)
자본증가(감소)	(650.7)	(722.7)	0.0	0.0	0.0
기타	(2,478.7)	1,619.8	(12.5)	(16.9)	(17.3)
재무활동 현금흐름	267.3	(611.5)	(78.1)	(74.7)	(74.3)
금융부채증가(감소)	1,027.6	(553.6)	(11.1)	(7.8)	(7.3)
자본증가(감소)	(68.4)	11.6	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	(638.3)	(15.9)	0.0	0.1	0.0
배당지급	(53.6)	(53.6)	(67.0)	(67.0)	(67.0)
현금의 증감	835.0	(362.1)	(151.8)	893.0	727.3
Unlevered CFO	2,201.2	2,348.1	1,625.5	1,347.0	1,138.8
Free Cash Flow	809.1	596.3	1,370.6	1,166.6	1,003.0

2026년 07월 29일 | 기업분석

BUY (신규)

목표주가(12M) 750,000원
현재주가(7.28) 465,500원

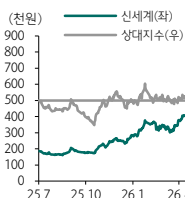
Key Data

KOSPI 지수 (pt)	6,023.66
52주 최고/최저(원)	776,000/161,200
시가총액(십억원)	4,396.7
시가총액비중(%)	0.09
발행주식수(천주)	9,445.2
60일 평균 거래량(천주)	99.5
60일 평균 거래대금(십억원)	59.4
외국인지분율(%)	27.77
주요주주 지분율(%)	
정유경 외 3인	29.80
국민연금공단	12.72

Consensus Data

	2026	2027
매출액(십억원)	7,345.2	7,632.6
영업이익(십억원)	774.1	863.0
순이익(십억원)	472.7	540.8
EPS(원)	40,920	46,992
BPS(원)	551,514	600,994

Stock Price



Financial Data

(십억원, %, 배, 원)

투자지표	2024	2025	2026F	2027F
매출액	6,570.4	6,929.5	7,295.0	7,748.0
영업이익	477.0	480.0	784.4	917.1
세전이익	194.6	132.2	652.6	791.7
순이익	107.8	13.9	417.4	511.4
EPS	10,948	1,440	43,963	54,148
증감율	(52.12)	(86.85)	2,952.99	23.17
PER	12.15	171.53	11.76	9.55
PBR	0.29	0.52	0.98	0.90
EV/EBITDA	8.29	8.96	9.99	8.70
ROE	2.54	0.32	8.99	10.11
BPS	452,779	478,220	527,709	577,031
DPS	4,500	5,200	5,200	5,200



Analyst 박중대 forsword@hanafn.com
RA 양정석 jsyang@hanafn.com

신세계 (004170)

Re-rating의 시간

2분기 백화점 실적 모멘텀 확대 중

백화점 실적은 압도적인 호조세이다. 1분기 총매출 YoY 13%에 이어 2분기 YoY 14%에 이를 전망이다. 경쟁사와 동일기준(관리매출)으로 비교해보면 7%~10%p 높은 수치다. 이는 첫째, 본점 리뉴얼 기저효과 때문이다. 전년도 4월부터 11월까지 본관의 70% 공간을 영업 중단한 상태에서 리뉴얼을 실시했다. 11월에 오픈했고, 1분기 본점 매출은 YoY 55%, 2분기 YoY 70% 신장한 것으로 파악되고 있다. 둘째, 최근 수요가 가장 큰 명품 매출 비중이 높기 때문이다. 외국인 인바운드 고객 매출의 65%~70%가 명품이다. 명동과 부산 등 외국인들 유동인구가 큰 지역에 핵심 점포를 두고 있다는 점도 한 요인이 될 수 있다.

면세점 등 사업구조 불확실성 완화

면세점 불확실성이 크게 완화되었다. 연간 영업손실 500억원 이상을 기록하던 인천공항 DF2 영업이 4월부터 중단되었다. 1분기 대비 면세점 사업에서 영업이익이 100억원 가까이 늘어날 수 있다. 아울러, 신세계인터내셔널/까사미아/라이브쇼핑 등 계열사들의 펀더멘탈도 개선세이다. 까사미아는 JAU실적이 추가되었고, 가구 매출도 회복하고 있다. 이에 따라 2분기 연결 영업이익은 1,490억원(YoY 97%)에 달할 것으로 보인다.

목표주가 75만원, 투자의견 '매수'로 커버리지 개시

75만원은 적정 12MF PER 15배를 적용 산출한 수치다. 2026년은 실적과 밸류에이션이 모두 상승하는 한해가 되고 있다. 실적 측면에서는 주식 자산 부의 효과에 의한 내국인 소비 확대가 큰 기여를 하고 있으며, 외국인 인바운드 매출 비중도 상승 중이다(2분기 7.8% 추정). 역대급 수출, GDI 증가에 따른 2027년 가계 소득 증가 효과가 더해진다면 PER 15배 이상이 충분히 가능하다. 특히, 외국인 카테고리별 쇼핑 비중 감안할 때 명품 매출 비중과 라인업이 가장 우위에 있는 신세계가 가장 선두에 설 가능성이 크다. 단기적으로 주식 자산 효과가 반감되면서 주가 조정이 있었지만, 견조한 펀더멘탈 개선세를 감안시 추가 하락 여지는 제한적이다. 현재 주가는 12MF PER 10배로 비중 확대가 유효하다.

도표 1. 신세계 분기 실적 전망

(단위: 십억원)

	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	2025	1Q26	2Q26F	3Q26F	4Q26F	2026F
순매출액	1,666	1,694	1,636	1,934	6,929	1,847	1,755	1,539	2,154	7,295
백화점	659	629	623	764	2,675	741	716	679	843	2,980
신세계인터	304	309	310	344	1,267	296	298	273	395	1,261
센트럴시티	89	96	98	110	393	99	107	105	118	428
신세계DF	562	605	539	599	2,305	590	532	359	655	2,136
백화점 총매출액	1,792	1,747	1,712	2,154	7,404	2,026	2,009	1,883	2,373	8,290
영업이익	132	75	100	173	480	198	149	174	264	784
백화점	108	71	84	143	406	141	108	117	180	546
신세계인터	5	(2)	(2)	(3)	(2)	15	9	11	19	54
센트럴시티	22	10	28	29	89	26	12	30	31	99
신세계DF	(2)	(2)	(6)	2	(7)	11	21	27	38	96
세전이익	105	12	63	(47)	132	185	108	142	218	653
순이익	77	8	48	(69)	65	145	84	111	169	509
지배주주순이익	58	(2)	35	(77)	14	120	69	91	138	417
매출액(YoY %)	3.8	5.6	6.2	6.2	5.5	10.9	3.6	(5.9)	11.4	5.3
백화점	(0.8)	(2.1)	1.1	5.9	1.2	12.4	14.0	9.0	10.3	11.4
신세계인터	(1.7)	(3.8)	4.9	(9.9)	(3.1)	(2.8)	(3.5)	(12.0)	14.6	(0.5)
센트럴시티	(0.2)	1.5	3.9	13.2	4.7	11.4	11.0	7.0	7.1	9.0
신세계DF	15.4	22.9	14.2	7.9	14.9	5.0	(12.0)	(33.4)	9.3	(7.3)
백화점 총매출액	(0.5)	0.0	1.4	7.2	2.2	13.0	15.0	10.0	10.2	12.0
영업이익(YoY %)	(18.8)	(35.9)	7.3	66.5	0.6	49.5	97.3	74.4	53.0	63.4
백화점	(5.1)	(13.3)	(4.5)	17.7	0.2	30.7	53.0	39.0	25.4	34.4
신세계인터	(58.3)	적전	적전	적전	적전	217.1	흑전	흑전	흑전	흑전
센트럴시티	(15.3)	(10.1)	6.6	28.6	3.6	17.1	20.1	9.1	7.3	11.7
신세계DF	적전	적전	적지	흑전	적지	흑전	흑전	흑전	1811.7	흑전
영업이익률(%)	7.9	4.4	6.1	8.9	6.9	10.7	8.5	11.3	12.3	10.8
백화점	6.0	4.1	4.9	6.7	5.5	7.0	5.4	6.2	7.6	6.6
신세계인터	1.5	(0.7)	(0.6)	(0.8)	(0.2)	5.0	3.1	4.0	4.9	4.3
센트럴시티	25.0	10.2	28.1	26.6	22.6	26.3	11.0	28.7	26.6	23.2
신세계DF	(0.4)	(0.2)	(1.0)	0.3	(0.3)	1.8	3.9	7.5	5.8	4.5

자료: 신세계, 하나증권

도표 2. 신세계 연간 실적 전망과 밸류에이션

(단위: 십억원)

	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
순매출액	6,357	6,570	6,929	7,295	7,748	8,313
백화점	2,557	2,644	2,675	2,980	3,269	3,563
신세계인터	1,354	1,309	1,267	1,261	1,299	1,364
센트럴시티	350	375	393	428	458	490
신세계DF	1,917	2,006	2,305	2,136	2,223	2,391
백화점 총매출액	7,054	7,243	7,404	8,290	9,134	9,997
영업이익	640	477	480	784	917	1,013
백화점	440	405	406	546	629	688
신세계인터	49	27	(2)	54	64	72
센트럴시티	79	86	89	99	107	116
신세계DF	87	(36)	(7)	96	143	160
세전이익	453	195	132	653	792	895
순이익	312	187	65	509	618	698
지배주주순이익	225	108	14	417	511	584
적정시가총액	3,377	1,617	209	6,261	7,672	8,755
주식수(천주)	9,445	9,445	9,445	9,445	9,445	9,445
적정주가(천원)	358	171	22	663	812	927
적정PER	15.0	15.0	15.0	15.0	15.0	15.0
EPS(원)	23,833	11,411	1,476	44,190	54,148	61,793
매출액 (YoY %)	(18.6)	3.4	5.5	5.3	6.2	7.3
백화점	2.8	3.4	1.2	11.4	9.7	9.0
신세계인터	(12.8)	(3.4)	(3.1)	(0.5)	3.0	5.0
센트럴시티	8.0	7.3	4.7	9.0	7.0	6.8
신세계DF	(44.3)	4.7	14.9	(7.3)	4.1	7.5
백화점 총매출액	2.0	2.7	2.2	12.0	10.2	9.5
영업이익 (YoY %)	(0.9)	(25.4)	0.6	63.4	16.9	10.5
백화점	(12.3)	(7.9)	0.2	34.4	15.2	9.4
신세계인터	(57.7)	(44.8)	적전	흑전	17.4	13.6
센트럴시티	25.4	7.9	3.6	11.7	8.1	7.9
신세계DF	1,505.6	적전	적지	흑전	48.1	12.0
지배주주순이익 (YoY,%)	(44.6)	(52.1)	(87.1)	2,894.8	22.5	14.1
영업이익률(%)	10.1	7.3	6.9	10.8	11.8	12.2
백화점	6.2	5.6	5.5	6.6	6.9	6.9
신세계인터	3.6	2.1	(0.2)	4.3	4.9	5.3
센트럴시티	22.7	22.8	22.6	23.2	23.4	23.6
신세계DF	4.5	(1.8)	(0.3)	4.5	6.4	6.7

자료: 신세계, 하나증권

추정 재무제표

손익계산서	(단위:십억원)				
	2024	2025	2026F	2027F	2028F
매출액	6,570.4	6,929.5	7,295.0	7,748.0	8,313.3
매출원가	2,517.7	2,736.4	2,867.5	3,045.5	3,262.7
매출총이익	4,052.7	4,193.1	4,427.5	4,702.5	5,050.6
판매비	3,575.7	3,713.2	3,643.2	3,785.4	4,037.2
영업이익	477.0	480.0	784.4	917.1	1,013.4
금융손익	(157.5)	(170.2)	(123.6)	(120.2)	(116.7)
종속/관계기업손익	(12.3)	(12.3)	(8.3)	(6.5)	(4.6)
기타영업외손익	(112.6)	(165.3)	0.1	1.3	2.4
세전이익	194.6	132.2	652.6	791.7	894.5
법인세	8.0	67.6	143.6	174.2	196.8
계속사업이익	186.6	64.6	509.0	617.5	697.7
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	186.6	64.6	509.0	617.5	697.7
비지배주주지분 손이익	78.8	50.7	91.6	106.1	114.1
지배주주순이익	107.8	13.9	417.4	511.4	583.6
지배주주지분포괄이익	180.0	229.9	413.8	502.1	567.3
NOPAT	457.4	234.6	611.8	715.3	790.4
EBITDA	957.9	981.5	1,224.2	1,303.1	1,352.5
성장성(%)					
매출액증가율	3.36	5.47	5.27	6.21	7.30
NOPAT증가율	3.86	(48.71)	160.78	16.92	10.50
EBITDA증가율	(15.77)	2.46	24.73	6.45	3.79
영업이익증가율	(25.45)	0.63	63.42	16.92	10.50
(지배주주)순이익증가율	(52.11)	(87.11)	2,902.88	22.52	14.12
EPS증가율	(52.12)	(86.85)	2,952.99	23.17	14.12
수익성(%)					
매출총이익률	61.68	60.51	60.69	60.69	60.75
EBITDA이익률	14.58	14.16	16.78	16.82	16.27
영업이익률	7.26	6.93	10.75	11.84	12.19
계속사업이익률	2.84	0.93	6.98	7.97	8.39

투자지표	2024	2025	2026F	2027F	2028F
주당지표(원)					
EPS	10,948	1,440	43,963	54,148	61,793
BPS	452,779	478,220	527,709	577,031	633,997
CFPS	105,774	108,266	125,078	131,168	133,174
EBITDAPS	97,292	101,427	128,948	137,966	143,190
SPS	667,373	716,123	768,385	820,311	880,163
DPS	4,500	5,200	5,200	5,200	5,200
주기지표(배)					
PER	12.15	171.53	11.76	9.55	8.37
PBR	0.29	0.52	0.98	0.90	0.82
PCFR	1.26	2.28	4.13	3.94	3.88
EV/EBITDA	8.29	8.96	9.99	8.70	7.69
PSR	0.20	0.34	0.67	0.63	0.59
재무비율(%)					
ROE	2.54	0.32	8.99	10.11	10.49
ROA	0.72	0.09	2.68	3.25	3.52
ROIC	5.67	2.81	7.63	9.51	11.21
부채비율	136.43	140.91	119.53	114.51	109.83
순부채비율	70.88	65.37	48.71	32.58	17.84
이자보상배율(배)	2.44	2.50	4.43	5.84	6.44

자료: 하나증권

대차대조표	(단위:십억원)				
	2024	2025	2026F	2027F	2028F
유동자산	2,342.7	2,766.7	2,638.0	3,703.2	4,839.8
금융자산	675.8	1,168.7	956.1	1,917.3	2,924.1
현금성자산	582.5	845.1	615.6	1,555.9	2,536.5
매출채권	289.2	283.7	298.6	317.2	340.3
재고자산	979.1	928.9	977.8	1,038.6	1,114.3
기타유동자산	398.6	385.4	405.5	430.1	461.1
비유동자산	12,729.1	13,066.6	12,705.1	12,416.1	12,198.2
투자자산	2,239.1	2,451.4	2,529.8	2,626.8	2,748.0
금융자산	1,308.8	1,505.7	1,534.2	1,569.4	1,613.4
유형자산	7,795.4	7,794.8	7,405.2	7,060.1	6,754.4
무형자산	574.1	642.2	591.9	551.0	517.6
기타비유동자산	2,120.5	2,178.2	2,178.2	2,178.2	2,178.2
자산총계	15,071.8	15,833.3	15,343.1	16,119.3	17,038.0
유동부채	4,947.4	5,175.7	4,223.4	4,418.3	4,661.5
금융부채	2,229.2	2,237.7	1,132.6	1,138.0	1,144.8
매입채무	123.2	160.7	169.1	179.6	192.7
기타유동부채	2,595.0	2,777.3	2,921.7	3,100.7	3,324.0
비유동부채	3,749.7	4,085.2	4,130.5	4,186.6	4,256.5
금융부채	2,964.9	3,227.6	3,227.6	3,227.6	3,227.6
기타비유동부채	784.8	857.6	902.9	959.0	1,028.9
부채총계	8,697.1	9,261.0	8,353.9	8,604.9	8,918.0
지배주주지분	4,265.1	4,455.4	4,827.1	5,292.9	5,831.1
자본금	49.2	49.2	49.2	49.2	49.2
자본잉여금	423.9	423.9	423.9	423.9	423.9
자본조정	(192.5)	(157.2)	(157.2)	(157.2)	(157.2)
기타포괄이익누계액	266.9	481.8	481.8	481.8	481.8
이익잉여금	3,717.6	3,657.6	4,029.4	4,495.3	5,033.3
비지배주주지분	2,109.6	2,117.0	2,162.0	2,221.5	2,288.9
자본총계	6,374.7	6,572.4	6,989.1	7,514.4	8,120.0
순금융부채	4,518.3	4,296.6	3,404.1	2,448.3	1,448.3

현금흐름표	(단위:십억원)				
	2024	2025	2026F	2027F	2028F
영업활동 현금흐름	775.8	990.6	1,069.5	1,153.2	1,223.5
당기순이익	186.6	64.6	509.0	617.5	697.7
조정	630.3	788.9	439.8	386.1	339.2
감가상각비	480.8	501.5	439.8	386.1	339.1
외환거래손익	35.3	1.5	0.0	0.0	0.0
지분법손익	12.3	12.3	0.0	0.0	0.0
기타	101.9	273.6	0.0	0.0	0.1
영업활동 자산부채변동	(41.1)	137.1	120.7	149.6	186.6
투자활동 현금흐름	(981.4)	(646.0)	(141.9)	(164.7)	(193.9)
투자자산감소(증가)	2,103.9	1,864.9	(125.0)	(143.7)	(167.8)
자본증가(감소)	(895.4)	(490.9)	0.0	0.0	0.0
기타	(2,189.9)	(2,020.0)	(16.9)	(21.0)	(26.1)
재무활동 현금흐름	212.1	267.2	(1,150.7)	(40.2)	(38.8)
금융부채증가(감소)	334.1	271.2	(1,105.1)	5.4	6.8
자본증가(감소)	20.8	(0.0)	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	(105.1)	35.5	(0.0)	0.0	0.0
배당지급	(37.7)	(39.5)	(45.6)	(45.6)	(45.6)
현금의 증감	6.6	611.8	(900.3)	940.3	980.7
Unlevered CFO	1,041.4	1,047.6	1,187.5	1,238.9	1,257.9
Free Cash Flow	(119.6)	499.7	1,069.5	1,153.2	1,223.5

2026년 07월 29일 | 기업분석

BUY (신규)

목표주가(12M) 180,000원
현재주가(7.28) 127,400원

Key Data

KOSPI 지수 (pt)	6,023.66
52주 최고/최저(원)	207,000/69,000
시가총액(십억원)	2,747.4
시가총액비중(%)	0.06
발행주식수(천주)	21,564.9
60일 평균 거래량(천주)	186.5
60일 평균 거래대금(십억원)	28.4
외국인지분율(%)	26.83
주요주주 지분율(%)	
현대제프홀딩스 외 2인	43.95
국민연금공단	13.49

Consensus Data

	2026	2027
매출액(십억원)	4,246.6	4,531.9
영업이익(십억원)	438.3	530.3
순이익(십억원)	278.2	356.1
EPS(원)	13,186	16,829
BPS(원)	224,306	239,226

Stock Price



Financial Data

(십억원, %, 배, 원)

투자지표	2024	2025	2026F	2027F
매출액	4,187.6	4,230.3	4,249.8	4,630.2
영업이익	284.0	377.9	412.7	514.5
세전이익	6.1	123.4	370.1	475.3
순이익	(35.9)	207.7	281.7	361.8
EPS	(1,543)	9,177	12,860	16,777
증감율	적지	흑전	40.13	30.46
PER	(30.62)	9.65	10.66	8.17
PBR	0.24	0.43	0.60	0.57
EV/EBITDA	5.98	5.92	7.55	6.18
ROE	(0.81)	4.64	6.04	7.32
BPS	198,360	206,105	227,204	241,854
DPS	1,400	2,150	2,150	2,150



Analyst 박종대 forsword@hanafn.com
RA 양정석 jsyang@hanafn.com

현대백화점 (069960)

하반기 실적 턴어라운드 국면 돌입

2분기 백화점 기준점 YoY 16% 추산

백화점은 호실적을 이어가고 있다. 매출은 1분기 YoY 10%(관리기준)에 이어 2분기 YoY 16%(추정) 높은 신장세를 보였다. 백화점의 2분기 외국인 매출 비중은 7.5%로 1분기 6%에 이어 상승 폭을 확대하고 있다. 외국인 매출에서 명품이 약 60%, 중국인이 50% 이상을 차지하고 있다. 2분기는 재산세(약 500억원) 때문에 이익 규모가 작은데, 연결 영업이익은 780억원(YoY -10%) 수준에 머물 전망이다. 지누스 실적 부진 때문이다(영업손실 280억원 추정). 백화점 사업은 YoY 400억원 이상, 면세점 사업도 YoY 60억원 내외 증익이 예상된다. 실적 측면에서 확실히 바닥은 지났다는 분석이다. 2026년 하반기 높은 백화점 매출 성장률(YoY 7%, 총매출 기준)과 사업 구조 개선(면세점+지누스) 및 감가상각비 감소(YoY -6%) 효과로 영업이익이 YoY 30% 이상 증가하면서 실적 턴어라운드를 본격화할 전망이다.

면세점 불확실성 해소, 지누스만 남았다

면세점 사업은 2025년 3분기부터 흑자전환했다. 연간 400억원 적자를 내던 동대문점을 스 크랩했기 때문이다. 그동안 공항점에서 이익을 내는 반면, 시내점 영업손실이 컸기 때문에 연간 300억원 내외 적자를 기록해왔다. 공항점 마진이 좋은 이유는 DF7의 경우 코로나19 시기 입점 조건이 양호했고, DF5는 명품 카테고리 낮은 수수료가 가능했다. 2026년 4월부터 인천공항 면세점 DF2를 추가했는데, 수익 측면에서도 긍정적이다. 연 매출 6천억원, BEP를 목표하고 있는데, 5월 이미 BEP를 기록한 것으로 보인다. 연간 20~30억원 영업이익을 기대할 수 있겠다. 한편, 지누스는 미국 관세 정책에 피해가 큰 상황인데, 2분기도 1분기와 유사한 수준 영업적자가 예상된다. 5월말 이후 아마존으로부터 주문이 재개되고 있어 점진적으로 영업적자는 줄어든 것으로 보인다. 비용구조 개선을 위해 미국 공장(조지아)을 매각했고, 물류센터 3개 가운데 1개를 정리 중이다.

목표주가 18만원, 투자의견 '매수'로 커버리지 개시

18만원은 적정 12MF PER 12배를 적용한 수치다. 백화점 업종은 실적과 밸류에이션 측면에서 모두 레벨업 국면에 있다. 백화점 사업은 중장기적으로 i) 대형 주력 점포 중심으로 재편하고, ii) 프리미엄 아울렛 시장을 장악하면서, iii) 외국인 매출 비중을 늘려나간다는 전략이다. 신규점 3개 점포를 계획 중인데, 2027년 말 더현대 부산, '28년 말 경산 프리미엄 아울렛, '29년 말 더현대 광주점이다. 더현대는 모든 광역시에 오픈할 계획이고, 압구정 본점 재개발 역시 중장기 성장 여력을 높이는 요인이다. 현재 주가는 12MF PER 9배 수준으로, 외국인 인바운드 효과 확대와 함께 2027년 가계 소득 증가 효과가 본격화될 경우 PER 15배 이상 적용이 충분히 적용 가능하다.

도표 1. 현대백화점 분기 실적 전망

(단위: 십억원)

	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	2025	1Q26	2Q26F	3Q26F	4Q26F	2026F
판매출	1,098	1,080	1,010	1,042	4,230	950	978	1,102	1,220	4,250
백화점	589	590	577	682	2,438	633	634	634	732	2,633
면세점	294	294	223	205	1,014	214	236	284	293	1,027
지누스	250	229	242	192	913	140	142	217	226	724
총매출	2,555	2,474	2,320	2,523	9,871	2,306	2,406	2,529	2,926	10,166
백화점	1,716	1,681	1,691	1,957	7,045	1,807	1,807	1,813	2,097	7,524
면세점	589	564	387	374	1,913	359	457	499	603	1,918
지누스	250	229	242	192	913	140	142	217	226	724
영업이익	112	87	73	106	378	99	78	89	147	413
백화점	97	69	89	138	394	136	111	105	150	502
면세점	(2)	(1)	1	2	0	3	6	8	11	28
지누스	28	29	(8)	(24)	25	(30)	(28)	(13)	(5)	(76)
세전이익	121	78	65	(141)	123	99	67	78	126	370
지배주주순이익	68	45	45	49	208	68	54	62	97	282
총매출(YoY %)	5.0	(0.1)	(4.6)	(7.3)	(1.9)	(9.7)	(2.8)	9.0	16.0	3.0
백화점	(3.1)	(5.1)	(0.2)	2.7	(1.3)	5.3	7.5	7.2	7.1	6.8
면세점	15.5	12.7	(16.7)	(29.0)	(4.4)	(39.1)	(18.9)	29.0	61.3	0.2
지누스	64.2	11.2	(11.4)	(33.6)	(0.8)	(44.2)	(38.3)	(10.1)	17.6	(20.7)
영업이익(YoY %)	63.3	102.8	12.5	(1.7)	33.1	(12.2)	(10.3)	23.0	38.4	9.2
백화점	(5.7)	(2.4)	25.8	21.0	9.6	39.7	59.7	17.7	9.1	27.5
면세점	적지	적지	흑전	흑전	적지	흑전	흑전	490.0	438.6	14,096.1
지누스	흑전	흑전	적전	(247.2)	흑전	적전	적전	적지	흑전	적전
지배주주순이익(YoY %)	(0.6)	흑전	113.4	146.8	흑전	0.5	19.3	37.7	97.1	35.7
영업이익률(%)	4.4	3.5	3.1	4.2	3.8	4.3	3.2	3.5	5.0	4.1
백화점	5.7	4.1	5.3	7.0	5.6	7.5	6.1	5.8	7.2	6.7
면세점	(0.3)	(0.2)	0.3	0.6	0.0	0.9	1.3	1.5	1.9	1.5
지누스	11.0	12.7	(3.2)	(12.2)	2.8	(21.6)	(20.0)	(6.0)	(2.1)	(10.5)

자료: 현대백화점, 하나증권

도표 2. 현대백화점 연간 실적 전망과 밸류에이션

(단위: 십억원)

	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
판매출	4,207	4,188	4,230	4,250	4,630	4,913
백화점	2,403	2,435	2,438	2,633	2,821	3,017
면세점	998	972	1,014	1,027	1,150	1,169
지누스	952	920	913	724	794	862
총매출	10,133	10,061	9,871	10,166	10,941	11,537
백화점	7,269	7,139	7,045	7,524	8,020	8,534
면세점	1,912	2,001	1,913	1,918	2,127	2,141
지누스	952	920	913	724	794	862
영업이익	303	284	378	413	514	570
백화점	356	359	394	502	546	581
면세점	(31)	(29)	0	28	38	43
지누스	18	(5)	25	(76)	(28)	(12)
세전이익	42	6	123	370	475	534
지배주주순이익	(80)	(36)	208	282	362	392
적정시가총액	(957)	(431)	2,492	3,380	4,341	4,710
주식수(천주)	22,628	21,565	21,565	21,565	21,565	21,565
적정주가(천원)	(42)	(20)	116	157	201	218
적정PER	12	12	12	12	12	12
EPS(원)	(3,525)	(1,667)	9,630	13,063	16,777	18,200
매출총이익률(%)	24.6	24.5	25.8	27.4	27.5	27.7
총매출(YoY%)	(3.7)	(0.7)	(1.9)	3.0	7.6	5.4
백화점	1.6	(1.8)	(1.3)	6.8	6.6	6.4
면세점	(30.9)	4.7	(4.4)	0.2	10.9	0.6
지누스	57.5	(3.3)	(0.8)	(20.7)	9.6	8.7
영업이익(YoY%)	(5.4)	(6.4)	33.1	9.2	24.7	10.8
백화점	(5.9)	0.8	9.6	27.5	8.7	6.4
면세점	적지	적지	흑전	14,096.1	35.5	10.7
지누스	(43.7)	적전	흑전	적전	적지	흑전
지배주주순이익(YoY%)	적전	적지	흑전	35.7	28.4	8.5
영업이익률(%)	3.0	2.8	3.8	4.1	4.7	4.9
백화점	4.9	5.0	5.6	6.7	6.8	6.8
면세점	(1.6)	(1.4)	0.0	1.5	1.8	2.0
지누스	1.9	(0.6)	2.8	(10.5)	(3.6)	(1.4)

자료: 현대백화점, 하나증권

추정 재무제표

손익계산서	(단위:십억원)				
	2024	2025	2026F	2027F	2028F
매출액	4,187.6	4,230.3	4,249.8	4,630.2	4,913.4
매출원가	1,722.2	1,680.4	1,466.2	1,619.4	1,722.8
매출총이익	2,465.4	2,549.9	2,783.6	3,010.8	3,190.6
판매비	2,181.4	2,171.9	2,370.9	2,496.3	2,620.7
영업이익	284.0	377.9	412.7	514.5	569.9
금융손익	(47.3)	(44.1)	(38.9)	(34.0)	(29.3)
종속/관계기업손익	25.4	4.8	4.3	3.9	3.5
기타영업외손익	(256.1)	(215.3)	(8.1)	(9.1)	(10.2)
세전이익	6.1	123.4	370.1	475.3	534.0
법인세	6.9	(18.2)	92.5	118.8	133.5
계속사업이익	(0.8)	141.5	277.5	356.4	400.5
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	(0.8)	141.5	277.5	356.4	400.5
비지배주주지분 손이익	35.2	(66.1)	(4.2)	(5.3)	8.0
지배주주순이익	(35.9)	207.7	281.7	361.8	392.5
지배주주지분포괄이익	(48.2)	221.6	400.3	514.1	577.6
NOPAT	(35.1)	433.6	309.5	385.9	427.5
EBITDA	712.4	811.8	800.7	861.6	880.6
성장성(%)					
매출액증가율	(0.47)	1.02	0.46	8.95	6.12
NOPAT증가율	적지	흑전	(28.62)	24.68	10.78
EBITDA증가율	(2.08)	13.95	(1.37)	7.61	2.21
영업이익증가율	(6.43)	33.06	9.21	24.67	10.77
(지배주주)순이익증가율	적지	흑전	35.63	28.43	8.49
EPS증가율	적지	흑전	40.13	30.46	8.48
수익성(%)					
매출총이익률	58.87	60.28	65.50	65.03	64.94
EBITDA이익률	17.01	19.19	18.84	18.61	17.92
영업이익률	6.78	8.93	9.71	11.11	11.60
계속사업이익률	(0.02)	3.34	6.53	7.70	8.15

투자지표	2024	2025	2026F	2027F	2028F
주당지표(원)					
EPS	(1,543)	9,177	12,860	16,777	18,200
BPS	198,360	206,105	227,204	241,854	257,927
CFPS	33,844	38,227	35,451	37,860	37,678
EBITDAPS	30,575	35,876	36,553	39,952	40,833
SPS	179,718	186,944	194,002	214,710	227,844
DPS	1,400	2,150	2,150	2,150	2,150
주기지표(배)					
PER	(30.62)	9.65	10.66	8.17	7.53
PBR	0.24	0.43	0.60	0.57	0.53
PCFR	1.40	2.32	3.87	3.62	3.64
EV/EBITDA	5.98	5.92	7.55	6.18	5.25
PSR	0.26	0.47	0.71	0.64	0.60
재무비율(%)					
ROE	(0.81)	4.64	6.04	7.32	7.44
ROA	(0.31)	1.85	2.55	3.26	3.38
ROIC	(0.53)	6.62	4.94	6.61	7.90
부채비율	79.93	78.26	66.03	66.38	65.50
순부채비율	21.63	16.52	6.58	(4.02)	(13.54)
이자보상배율(배)	2.78	4.10	5.00	7.23	7.97

자료: 하나증권

대차대조표	(단위:십억원)				
	2024	2025	2026F	2027F	2028F
유동자산	3,046.2	3,082.2	3,065.6	3,913.2	4,717.4
금융자산	1,092.2	1,516.9	1,493.6	2,210.4	2,917.3
현금성자산	125.9	279.9	256.5	972.2	1,678.3
매출채권	969.4	776.4	780.0	849.8	901.7
재고자산	616.8	456.1	458.2	499.2	529.8
기타유동자산	367.8	332.8	333.8	353.8	368.6
비유동자산	8,171.5	8,167.6	7,780.7	7,456.6	7,163.1
투자자산	328.3	356.9	358.1	381.1	398.2
금융자산	242.4	268.6	269.4	284.4	295.6
유형자산	5,789.6	5,984.3	5,657.5	5,367.6	5,110.5
무형자산	1,221.6	962.3	901.1	843.9	790.4
기타비유동자산	832.0	864.1	864.0	864.0	864.0
자산총계	11,217.7	11,249.8	10,846.3	11,369.8	11,880.5
유동부채	3,288.0	3,733.7	3,106.8	3,298.0	3,440.4
금융부채	1,231.0	1,702.5	1,066.4	1,079.0	1,088.4
매입채무	126.5	104.1	104.6	114.0	121.0
기타유동부채	1,930.5	1,927.1	1,935.8	2,105.0	2,231.0
비유동부채	1,695.3	1,205.3	1,206.9	1,238.3	1,261.6
금융부채	1,209.8	856.8	856.8	856.8	856.8
기타비유동부채	485.5	348.5	350.1	381.5	404.8
부채총계	4,983.3	4,939.1	4,313.7	4,536.3	4,702.1
지배주주지분	4,395.3	4,549.5	4,785.2	5,101.2	5,447.8
자본금	117.0	117.0	117.0	117.0	117.0
자본잉여금	612.1	612.1	612.1	612.1	612.1
자본조정	(112.7)	(139.0)	(139.0)	(139.0)	(139.0)
기타포괄이익누계액	25.2	39.3	39.3	39.3	39.3
이익잉여금	3,753.7	3,920.1	4,155.9	4,471.8	4,818.4
비지배주주지분	1,839.1	1,761.2	1,747.4	1,732.3	1,730.6
자본총계	6,234.4	6,310.7	6,532.6	6,833.5	7,178.4
순금융부채	1,348.6	1,042.4	429.6	(274.6)	(972.1)

현금흐름표	(단위:십억원)				
	2024	2025	2026F	2027F	2028F
영업활동 현금흐름	733.9	986.2	672.7	843.2	815.1
당기순이익	(0.8)	141.5	277.5	356.4	400.5
조정	644.5	549.8	388.0	347.1	310.6
감가상각비	428.4	433.9	388.0	347.1	310.6
외환거래손익	(15.1)	4.3	0.0	0.0	0.0
지분법손익	95.4	(4.8)	0.0	0.0	0.0
기타	135.8	116.4	0.0	0.0	0.0
영업활동 자산부채변동	90.2	294.9	7.2	139.7	104.0
투자활동 현금흐름	(192.6)	(692.6)	(10.9)	(33.7)	(27.6)
투자자산감소(증가)	2,273.1	1,799.3	(10.9)	(32.6)	(26.8)
자본증가(감소)	(474.7)	(579.3)	0.0	0.0	0.0
기타	(1,991.0)	(1,912.6)	0.0	(1.1)	(0.8)
재무활동 현금흐름	(366.6)	50.7	(682.1)	(33.3)	(36.5)
금융부채증가(감소)	(409.4)	118.5	(636.1)	12.6	9.4
자본증가(감소)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	71.2	(26.4)	0.0	0.0	0.0
배당지급	(28.4)	(41.4)	(46.0)	(45.9)	(45.9)
현금의 증감	174.7	344.3	(408.5)	715.8	706.0
Unlevered CFO	788.6	865.0	776.6	816.4	812.5
Free Cash Flow	259.2	406.9	672.7	843.2	815.1

2026년 07월 29일 | 기업분석

BUY (신규)

목표주가(12M) 31,000원
현재주가(7.28) 24,500원

Key Data

KOSPI 지수 (pt)	6,023.66
52주 최고/최저(원)	29,450/15,700
시가총액(십억원)	2,048.4
시가총액비중(%)	0.04
발행주식수(천주)	83,607.4
60일 평균 거래량(천주)	232.5
60일 평균 거래대금(십억원)	5.9
외국인지분율(%)	13.60
주요주주 지분율(%)	
GS 외 2인	58.62
국민연금공단	10.02

Consensus Data

	2026	2027
매출액(십억원)	12,430.6	12,797.3
영업이익(십억원)	347.8	373.9
순이익(십억원)	206.4	232.8
EPS(원)	2,426	2,746
BPS(원)	41,644	44,353

Stock Price



Financial Data

(십억원, %, 배, 원)

투자지표	2024	2025	2026F	2027F
매출액	11,579.4	11,957.4	12,391.1	12,672.6
영업이익	256.1	292.1	340.3	361.7
세전이익	40.9	89.2	249.9	288.5
순이익	2.5	43.4	183.3	212.7
EPS	25	519	2,192	2,544
증감율	(85.21)	1,976.00	322.35	16.06
PER	660.00	38.73	11.63	10.02
PBR	0.43	0.51	0.62	0.59
EV/EBITDA	3.94	3.75	4.91	5.52
ROE	0.07	1.34	5.47	6.08
BPS	38,589	39,516	41,109	43,053
DPS	500	600	600	600



Analyst 박종대 forsword@hanafn.com
RA 양정석 jsyang@hanafn.com

GS리테일 (007070)

사업 효율화로 수익성 개선 시기 진입

편의점 영업레버리지 구간 진입

편의점 사업은 2025년 1분기부터 수익성 위주 전략으로 선회했다. 신규 점포 출점이 줄어들면서 2026년 1분기부터 감가상각비가 줄어들기 시작했다. 3~4월은 출점보다 폐점이 많아지면서 임차료도 줄었으며, 전년도 희망퇴직까지 받으면서 인건비 부담도 완화되었다. 이외 판촉비와 설치비도 효율화 중이다. 이러한 비용구조는 당분간 이어질 가능성이 크다. 매출은 양호한 상황이다. 2분기 동일점 성장률은 YoY 5%를 넘어설 전망이다. FCS(Fresh Concept Store) 점포는 일반 점포에 비해 매출이 50~60% 이상 더 나오고 있다. 고객 다변화를 위해 건식/패션(무신사 콜라보)/뷰티 카테고리 늘리고 있다.

홈쇼핑과 슈퍼 사업도 긍정적

홈쇼핑 부문은 송출수수료 부담이 완화된 상황에서 고마진 의류/건식/뷰티 위주 편성이 증가하고 있다. 판촉비/마케팅비도 줄이고 있다. 이에 따라 취급고는 감소하지만 순매출과 이익이 증가하는 모습이 전년도 4분기 이후 올해 2분기에도 이어지고 있다. 슈퍼 부문은 전년도 11월 이후로 기존점 성장률이 YoY (+)로 돌아섰다. 1분기 YoY 3.2%에 이어 2분기에도 YoY 4% 수준을 이어갈 전망이다. 점포수도 YoY 30개 이상 순증하고 있고, 쿡커머스 제휴로 약 2%p 성장률 제고를 이뤄가고 있다(쿡커머스 매출 비중 1분기 9.7%).

부진 사업 구조조정 마무리

이외 기타 사업/계열사 손실은 계속 줄어들고 있다. 전년도 부진 계열사 3개(어바웃팻, 인도네시아 수퍼사업, 퍼스프(농산물 가공))를 정리했으며, 나머지 자회사들도 BEP 이상으로 실적을 올리려는 노력을 진행 중이다. 영업외로 보면 요기요에 대한 손상차손은 대부분 반영이 끝났고, 지분투자/펀드 등도 기회가 될 때마다 처분하고 있다. 이제 일회성으로 나올만한 큰 영업외비용은 없다고 볼 수 있다. 2026년 2분기 매출과 영업이익은 전년 동기대비 4%, 19% 증가한 3조 880억원과 1,000억원으로 추정한다. 업황 개선과 사업구조 개선으로 추세적인 실적 턴어라운드 국면을 이어갈 것으로 예상한다.

목표주가 3.1만원, 투자 의견 '매수'로 커버리지 개시

3.1만원은 12MF PER 13배를 적용한 수치다. 편의점 저성장 국면은 밸류에이션을 낮추는 요인이거나, 편의점 효율화와 성공적인 사업 구조조정은 2027년 가계 소득으로 인한 전반적인 소비회복 국면에서 영업레버리지를 크게 일으킬 수 있다는 측면에서 긍정적이다. 현재 주가는 12MF PER 10.6배로 부담없는 수준이다.

도표 1. GS리테일 분기 실적 전망

(단위: 십억원)

	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	2025	1Q26	2Q26F	3Q26F	4Q26F	2026F
매출액	2,750	2,981	3,205	3,017	11,953	2,855	3,088	3,299	3,148	12,391
편의점	2,012	2,226	2,449	2,253	8,940	2,086	2,317	2,529	2,358	9,290
슈퍼	416	427	459	440	1,743	453	465	487	475	1,880
홈쇼핑	258	266	248	278	1,049	262	258	237	271	1,028
기타	64	62	50	54	230	53	48	47	45	193
영업이익	42	84	111	56	294	58	100	112	69	340
편의점	17	59	85	25	186	21	69	91	30	212
슈퍼	8	5	9	5	27	12	9	11	7	39
홈쇼핑	22	25	12	34	93	30	26	12	35	103
기타	(6)	(5)	5	(6)	(11)	(5)	(5)	(2)	(1)	(13)
세전이익	16	17	111	(53)	91	59	73	88	30	250
지배주주순이익	7	15	95	(68)	49	43	52	61	26	183
영업이익률(%)	1.5	2.8	3.5	1.9	2.5	2.0	3.2	3.4	2.2	2.7
편의점	0.9	2.7	3.5	1.1	2.1	1.0	3.0	3.6	1.3	2.3
슈퍼	1.9	1.3	2.0	1.1	1.6	2.7	2.0	2.3	1.4	2.1
홈쇼핑	8.7	9.5	4.7	12.1	8.9	11.3	10.2	5.2	12.7	10.0
매출액(YoY %)	1.8	1.7	5.3	3.2	3.1	3.8	3.6	2.9	4.4	3.7
편의점	2.2	1.5	6.1	2.5	3.2	3.7	4.1	3.3	4.6	3.9
슈퍼	9.2	8.3	8.5	7.5	8.4	9.0	9.0	6.0	7.8	7.9
홈쇼핑	(6.7)	(2.7)	(1.4)	10.5	(0.3)	1.6	(2.8)	(4.3)	(2.4)	(2.0)
영업이익(YoY %)	(15.9)	1.7	31.5	76.8	17.9	39.4	18.6	1.0	23.9	15.9
지배주주순이익(YoY %)	(81.1)	(74.4)	흑전	적지	1,837.6	539.9	243.3	(35.2)	흑전	274.9

자료: GS리테일, 하나증권

도표 2. GS리테일 연간 실적 전망과 밸류에이션

(단위: 십억원)

	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
매출액	11,230	11,597	11,953	12,391	12,673	12,966
편의점	8,246	8,666	8,940	9,290	9,528	9,772
슈퍼	1,448	1,608	1,743	1,880	1,960	2,041
호텔	482					
홈쇼핑	1,131	1,052	1,049	1,028	995	966
기타	(76)	271	230	193	190	188
영업이익	313	249	294	340	362	380
편의점	218	195	186	212	224	238
슈퍼	27	32	27	39	41	43
호텔	103					
홈쇼핑	117	107	93	103	104	106
기타	(153)	(84)	(11)	(13)	(8)	(6)
세전이익	130	33	91	250	289	324
순이익	22	10	50	190	219	247
지배주주순이익	18	3	49	183	213	240
적정시가총액	230	33	636	2,383	2,765	3,125
주식수(천주)	83,607	83,607	83,607	83,607	83,607	83,607
적정주가(원)	2,749	392	7,601	28,499	33,073	37,377
적정PER(배)	13	13	13	13	13	13
EPS(원)	211	30	585	2,192	2,544	2,875
영업이익률(%)	2.8	2.1	2.5	2.7	2.9	2.9
편의점	2.6	2.2	2.1	2.3	2.4	2.4
슈퍼	1.9	2.0	1.6	2.1	2.1	2.1
홈쇼핑	10.3	10.2	8.9	10.0	10.5	10.9
매출액 (YoY %)	0.3	3.3	3.1	3.7	2.3	2.3
편의점	6.0	5.1	3.2	3.9	2.6	2.6
슈퍼	9.5	11.1	8.4	7.9	4.2	4.1
홈쇼핑	(8.7)	(7.0)	(0.3)	(2.0)	(3.3)	(2.9)
영업이익 (YoY %)	17.7	(20.4)	17.9	15.9	6.3	5.0
지배주주순이익 (YoY %)	(56.2)	(85.7)	1,837.6	274.9	16.0	13.0

자료: GS리테일, 하나증권

추정 재무제표

손익계산서	(단위:십억원)				
	2024	2025	2026F	2027F	2028F
매출액	11,579.4	11,957.4	12,391.1	12,672.6	12,966.2
매출원가	8,700.2	9,045.8	9,391.4	9,604.7	9,827.3
매출총이익	2,879.2	2,911.6	2,999.7	3,067.9	3,138.9
판매비	2,623.1	2,619.5	2,659.5	2,706.1	2,759.0
영업이익	256.1	292.1	340.3	361.7	379.9
금융손익	(122.1)	(38.1)	(60.5)	(53.5)	(46.9)
종속/관계기업손익	(40.4)	(101.9)	(40.8)	(32.6)	(26.1)
기타영업외손익	(52.7)	(62.9)	10.9	12.9	17.5
세전이익	40.9	89.2	249.9	288.5	324.4
법인세	41.3	28.6	60.0	69.2	77.9
계속사업이익	(0.3)	60.7	189.9	219.3	246.5
중단사업이익	10.1	(10.4)	0.0	0.0	0.0
당기순이익	9.8	50.2	189.9	219.3	246.5
비배주주지분 손이익	7.2	6.8	6.6	6.6	6.2
지배주주순이익	2.5	43.4	183.3	212.7	240.4
지배주주지분포괄이익	41.6	119.3	179.6	207.4	233.2
NOPAT	(2.2)	198.7	258.6	274.9	288.7
EBITDA	1,017.1	1,027.3	757.2	600.5	518.6
성장성(%)					
매출액증가율	4.00	3.26	3.63	2.27	2.32
NOPAT증가율	적전	흑전	30.15	6.30	5.02
EBITDA증가율	0.36	1.00	(26.29)	(20.69)	(13.64)
영업이익증가율	(12.23)	14.06	16.50	6.29	5.03
(지배주주)순이익증가율	(85.88)	1,636.00	322.35	16.04	13.02
EPS증가율	(85.21)	1,976.00	322.35	16.06	13.01
수익성(%)					
매출총이익률	24.86	24.35	24.21	24.21	24.21
EBITDA이익률	8.78	8.59	6.11	4.74	4.00
영업이익률	2.21	2.44	2.75	2.85	2.93
계속사업이익률	(0.00)	0.51	1.53	1.73	1.90

투자지표	2024	2025	2026F	2027F	2028F
주당지표(원)					
EPS	25	519	2,192	2,544	2,875
BPS	38,589	39,516	41,109	43,053	45,329
CFPS	11,176	12,671	7,988	5,774	4,471
EBITDAPS	9,878	12,287	9,056	7,183	6,202
SPS	112,458	143,019	148,206	151,572	155,085
DPS	500	600	600	600	600
주가지표(배)					
PER	660.00	38.73	11.63	10.02	8.87
PBR	0.43	0.51	0.62	0.59	0.56
PCFR	1.48	1.59	3.19	4.42	5.70
EV/EBITDA	3.94	3.75	4.91	5.52	5.77
PSR	0.15	0.14	0.17	0.17	0.16
재무비율(%)					
ROE	0.07	1.34	5.47	6.08	6.54
ROA	0.03	0.58	2.46	2.84	3.11
ROIC	(0.04)	4.47	6.30	7.27	8.03
부채비율	138.30	128.42	116.34	112.15	107.60
순부채비율	83.44	66.47	47.62	34.11	23.58
이자보상배율(배)	2.36	2.73	3.52	3.95	4.13

자료: 하나증권

대차대조표	(단위:십억원)				
	2024	2025	2026F	2027F	2028F
유동자산	1,481.2	1,797.9	2,108.1	2,553.7	2,928.0
금융자산	316.1	541.5	806.2	1,222.2	1,565.6
현금성자산	93.3	294.4	555.2	968.7	1,309.5
매출채권	424.1	462.1	478.8	489.7	501.0
재고자산	307.1	337.3	349.6	357.5	365.8
기타유동자산	433.9	457.0	473.5	484.3	495.6
비유동자산	6,100.5	5,685.2	5,281.8	5,051.8	4,922.3
투자자산	1,175.9	1,055.9	1,069.4	1,078.2	1,087.4
금융자산	766.0	753.9	756.5	758.1	759.9
유형자산	1,542.0	1,428.8	1,043.5	830.2	712.1
무형자산	232.5	171.4	139.8	114.3	93.8
기타비유동자산	3,150.1	3,029.1	3,029.1	3,029.1	3,029.0
자산총계	7,581.6	7,483.1	7,390.0	7,605.5	7,850.3
유동부채	1,898.4	1,995.8	1,751.3	1,790.3	1,830.9
금융부채	795.3	825.7	539.5	551.4	563.8
매입채무	436.1	481.3	498.8	510.1	521.9
기타유동부채	667.0	688.8	713.0	728.8	745.2
비유동부채	2,501.7	2,211.2	2,222.7	2,230.2	2,238.0
금융부채	2,175.4	1,893.4	1,893.4	1,893.4	1,893.4
기타비유동부채	326.3	317.8	329.3	336.8	344.6
부채총계	4,400.1	4,207.0	3,974.1	4,020.5	4,068.9
지배주주지분	3,206.8	3,284.4	3,417.6	3,580.1	3,770.3
자본금	83.6	83.6	83.6	83.6	83.6
자본잉여금	979.9	979.9	979.9	979.9	979.9
자본조정	(691.8)	(691.8)	(691.8)	(691.8)	(691.8)
기타포괄이익누계액	121.3	155.6	155.6	155.6	155.6
이익잉여금	2,713.9	2,757.1	2,890.2	3,052.8	3,243.0
비지배주주지분	(25.3)	(8.3)	(1.7)	4.9	11.1
자본총계	3,181.5	3,276.1	3,415.9	3,585.0	3,781.4
순금융부채	2,654.5	2,177.6	1,626.8	1,222.7	891.6

현금흐름표	(단위:십억원)				
	2024	2025	2026F	2027F	2028F
영업활동 현금흐름	660.2	938.6	598.1	446.9	374.2
당기순이익	9.8	50.2	189.9	219.3	246.5
조정	968.9	874.6	401.3	223.1	123.0
감가상각비	761.0	735.2	416.9	238.8	138.6
외환거래손익	(0.7)	0.8	0.0	0.0	0.0
지분법손익	39.3	108.9	0.0	0.0	0.0
기타	169.3	29.7	(15.6)	(15.7)	(15.6)
영업활동 자산부채변동	(318.5)	13.8	6.9	4.5	4.7
투자활동 현금흐름	(352.2)	(78.3)	(1.7)	4.4	3.9
투자자산감소(증가)	146.0	202.6	(13.5)	(8.8)	(9.2)
자본증가(감소)	(439.2)	(230.4)	0.0	0.0	0.0
기타	(59.0)	(50.5)	11.8	13.2	13.1
재무활동 현금흐름	(1,318.2)	(293.3)	(336.2)	(38.3)	(37.7)
금융부채증가(감소)	(425.1)	(251.5)	(286.1)	11.9	12.4
자본증가(감소)	(250.3)	0.0	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	(591.1)	(0.0)	0.0	(0.1)	0.0
배당지급	(51.7)	(41.8)	(50.1)	(50.1)	(50.1)
현금의 증감	(1,010.2)	567.0	51.4	413.5	340.8
Unlevered CFO	1,150.8	1,059.4	667.8	482.7	373.8
Free Cash Flow	221.0	708.2	598.1	446.9	374.2

2026년 07월 29일 | 기업분석

BUY (신규)

목표주가(12M) 165,000원
현재주가(7.28) 124,000원

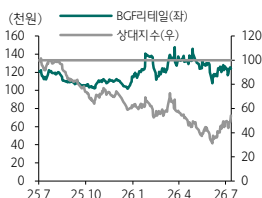
Key Data

KOSPI 지수 (pt)	6,023.66
52주 최고/최저(원)	147,800/102,000
시가총액(십억원)	2,143.2
시가총액비중(%)	0.04
발행주식수(천주)	17,283.9
60일 평균 거래량(천주)	82.9
60일 평균 거래대금(십억원)	10.5
외국인지분율(%)	37.82
주요주주 지분율(%)	
비지애프 외 18 인	46.47
국민연금공단	8.31

Consensus Data

	2026	2027
매출액(십억원)	9,503.8	9,900.3
영업이익(십억원)	296.1	325.8
순이익(십억원)	226.2	251.5
EPS(원)	13,077	14,555
BPS(원)	84,706	95,048

Stock Price



Financial Data

(십억원, %, 배, 원)

투자지표	2024	2025	2026F	2027F
매출액	8,698.8	9,061.2	9,513.7	9,944.0
영업이익	251.6	253.9	293.4	323.7
세전이익	245.3	247.2	288.2	319.1
순이익	195.2	195.3	224.8	248.9
EPS	11,295	11,297	13,004	14,399
증감율	(0.32)	0.02	15.11	10.73
PER	9.07	9.28	9.65	8.72
PBR	1.49	1.38	1.48	1.32
EV/EBITDA	3.19	3.03	3.81	3.87
ROE	17.29	15.64	16.17	15.99
BPS	68,611	76,070	84,976	95,278
DPS	4,100	4,100	4,100	4,100



Analyst 박종대 forsword@hanafn.com
RA 양정석 jsyang@hanafn.com

BGF리테일 (282330)

점포 영업레버리지 효과 본격화

감가상각비 감소 구간 첫 진입

1분기 영업이익은 전년 동기 대비 68%나 증가한 381억원을 기록했다. 가파른 이익 개선의 이유는 첫째, 감가상각비가 처음으로 감소하기 시작했다. 1분기 감가상각비는 1,265억원(별도기준, YoY -1.2억원)이었다. 2023년 이후 3년 동안 영업이익이 정체였는데, 점포수가 크게 늘면서(2023년~24년, +1,671개) 증가하는 감가상각비 대비 매출 증가율이 제한적인 수준에 머물렀기 때문이다. 2025년 점포수 순증은 253개, 올해 역시 300점 순증(신규 1,300개-폐점 1,000점)을 계획하고 있다. 둘째, 상품믹스 개선으로 매출총이익률이 상승하고 있다. 저마진 담배 매출 비중은 37%에 그쳤으며, 고마진 식품 매출 비중이 상승하고 있다. 해외 사업 확대는 추가적인 수익성 개선 요인이다. 수수료만 매출로 인식하기 때문에 매출 성장에는 큰 의미가 없지만, 바로 영업이익으로 반영되기 때문에 이익 기여도가 높다. 전체 이익의 10% 비중을 차지하고 있다.

2분기 YoY 5% 이상 안정적 매출 성장 지속

동일점 성장률은 1분기 YoY 2.7%에 이어 2분기는 YoY 4%에 다다를 것으로 예상된다. 특히, 5월이 좋았는데, i) 연휴 기간 내국인 국내 여행이 증가했고, ii) 고유가 피해지원금 효과, iii) 외국인 인바운드 증가 효과도 작지 않았다. 편의점 역시 외국인 인바운드 소비의 매출 기여도가 높아지고 있는데, 매출 성장은 물론 수익성 측면에서도 긍정적이다. 대부분 고마진 식품군에 집중돼 있고, 가장 저마진 카테고리인 담배 매출 비중이 12%에 불과하다. 1분기 외국인 매출은 YoY 52% 증가했고, 매출 비중은 1.6%, 2분기는 2%까지 상승할 것으로 보인다. 현금 사용률이 30% 정도 되므로 실제 매출 비중은 3%에 이른다고 볼 수 있다. 전년도에는 거의 없던 매출이므로 전체 성장률의 1/4 정도 기여하고 있다고 볼 수 있다. 다만, 2분기는 화물연대 파업 관련 일회성 비용(가맹점주 위로금+폐기/대차비용 등) 때문에 영업이익 증가폭은 제한적인 수준에 그칠 가능성이 크다(연결 OP 740억원 예상).

목표주가 16.5만원, 투자 의견 '매수'로 커버리지 개시

16.5만원은 12MF PER 12배 수준이다. 점포 출점 정제에 따른 편의점 성장을 저하는 밸류에이션 할인 요인이거나 향후 안정적인 수익성 개선 가능성은 긍정적이다. 편의점 영업환경은 우호적이다. 외국인 인바운드는 신규 수요가 되고 있고, 경쟁은 완화되고 있다. 편의점에서 저가커피 전문점/무인편의점으로 트래픽 이동은 정점을 지났다는 분석이다. BGF리테일은 중장기 지속 성장을 위해 i) 여성/시니어/외국인 고객군을 늘리고 있다(현재 남녀 매출 비율 7:3). 건강기능식품은 물론, 저당, 환자식으로 넓혀 나가고 있으며, 화장품은 물론, 주거 외국인을 위한 조미 소스류 카테고리도 늘리고 있다. ii) 해외 사업은 2028년까지 5개국 1,000개 점포를 목표하고 있다. 현재 몽골을 중심으로 말레이, 카자흐스탄 등지에 700여개 점포가 있다. 현재 주가는 12MF PER 9배로 여유있는 수준이다.

도표 1. BGF리테일 분기 실적 전망

(단위: 십억원)

	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	2025	1Q26	2Q26F	3Q26F	4Q26F	2026F
매출액	2,016	2,290	2,462	2,292	9,061	2,120	2,404	2,566	2,423	9,514
편의점	1,975	2,238	2,406	2,239	8,858	2,070	2,342	2,498	2,346	9,256
기타	41	52	56	54	203	51	62	68	78	258
영업이익	23	69	98	64	254	38	74	109	72	293
편의점	23	60	84	55	222	34	68	92	58	253
기타	-1	9	14	9	32	4	6	17	13	41
세전이익	17	67	99	64	247	38	73	108	69	288
순이익	13	53	79	50	195	29	57	84	54	225
영업이익률(%)	1.1	3.0	4.0	2.8	2.8	1.8	3.1	4.3	3.0	3.1
매출(YoY%)	3.2	4.0	5.9	3.4	4.2	5.2	5.0	4.2	5.7	5.0
영업이익(YoY%)	(30.7)	(8.9)	7.1	24.4	0.9	68.4	6.8	12.0	11.6	15.5
순이익(YoY%)	(42.9)	(9.7)	13.5	14.5	0.0	119.2	7.9	6.5	8.6	15.1

자료: BGF리테일, 하나증권

도표 2. BGF리테일 연간 실적 전망과 밸류에이션

(단위: 십억원)

	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
매출액	8,195	8,699	9,061	9,514	9,944	10,361
편의점	8,132	8,592	8,858	9,256	9,644	10,026
기타	63	107	203	258	300	335
영업이익	253	252	254	293	324	354
편의점	241	230	222	253	276	302
기타	12	21	32	41	47	53
세전이익	248	245	247	288	319	350
당기순이익	196	195	195	225	249	273
적정시가총액	2,350	2,343	2,343	2,697	2,987	3,279
주식수(천주)	17,275	17,275	17,275	17,275	17,275	17,275
적정주가(원)	136,043	135,607	135,639	156,133	172,881	189,811
적정PER(배)	12.0	12.0	12.0	12.0	12.0	12.0
EPS(원)	11,337	11,301	11,303	13,011	14,407	15,818
영업이익률(%)	3.1	2.9	2.8	3.1	3.3	3.4
매출(YoY%)	7.6	6.2	4.2	5.0	4.5	4.2
영업이익(YoY%)	0.3	(0.6)	0.9	15.5	10.4	9.5
순이익(YoY%)	1.2	(0.3)	0.0	15.1	10.7	9.8

자료: BGF리테일, 하나증권

추정 재무제표

손익계산서	(단위:십억원)				
	2024	2025	2026F	2027F	2028F
매출액	8,698.8	9,061.2	9,513.7	9,944.0	10,360.6
매출원가	7,073.0	7,374.2	7,724.7	8,070.3	8,404.6
매출총이익	1,625.8	1,687.0	1,789.0	1,873.7	1,956.0
판매비	1,374.1	1,433.1	1,495.7	1,549.9	1,601.6
영업이익	251.6	253.9	293.4	323.7	354.5
금융손익	(11.1)	(12.5)	(11.0)	(10.5)	(10.0)
종속/관계기업손익	(0.9)	0.9	0.9	0.9	0.9
기타영업외손익	5.7	4.8	4.9	4.9	5.0
세전이익	245.3	247.2	288.2	319.1	350.3
법인세	50.1	51.9	63.4	70.2	77.1
계속사업이익	195.2	195.3	224.8	248.9	273.2
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	195.2	195.3	224.8	248.9	273.2
비지배주주지분 손이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
지배주주순이익	195.2	195.3	224.8	248.9	273.2
지배주주지분포괄이익	180.5	199.7	224.8	248.9	273.2
NOPAT	200.2	200.6	228.8	252.5	276.5
EBITDA	767.1	788.9	594.1	493.5	450.9
성장성(%)					
매출액증가율	6.15	4.17	4.99	4.52	4.19
NOPAT증가율	0.25	0.20	14.06	10.36	9.50
EBITDA증가율	4.98	2.84	(24.69)	(16.93)	(8.63)
영업이익증가율	(0.63)	0.91	15.56	10.33	9.51
(지배주주)순이익증가율	(0.31)	0.05	15.10	10.72	9.76
EPS증가율	(0.32)	0.02	15.11	10.73	9.79
수익성(%)					
매출총이익률	18.69	18.62	18.80	18.84	18.88
EBITDA이익률	8.82	8.71	6.24	4.96	4.35
영업이익률	2.89	2.80	3.08	3.26	3.42
계속사업이익률	2.24	2.16	2.36	2.50	2.64

투자지표	2024	2025	2026F	2027F	2028F
주당지표(원)					
EPS	11,295	11,297	13,004	14,399	15,809
BPS	68,611	76,070	84,976	95,278	106,989
CFPS	45,601	47,024	34,428	27,575	24,278
EBITDAPS	44,384	45,643	34,372	28,554	26,088
SPS	503,287	524,257	550,440	575,331	599,438
DPS	4,100	4,100	4,100	4,100	4,100
주기지표(배)					
PER	9.07	9.28	9.65	8.72	7.94
PBR	1.49	1.38	1.48	1.32	1.17
PCR	2.25	2.23	3.65	4.55	5.17
EV/EBITDA	3.19	3.03	3.81	3.87	3.56
PSR	0.20	0.20	0.23	0.22	0.21
재무비율(%)					
ROE	17.29	15.64	16.17	15.99	15.65
ROA	5.90	5.61	6.13	6.38	6.58
ROIC	10.15	9.83	12.02	15.11	17.94
부채비율	187.35	170.83	157.53	144.40	131.96
순부채비율	57.08	43.86	7.81	(14.56)	(29.47)
이자보상배율(배)	4.94	5.57	6.43	6.99	7.55

자료: 하나증권

대차대조표	(단위:십억원)				
	2024	2025	2026F	2027F	2028F
유동자산	1,051.8	1,180.4	1,686.9	2,084.1	2,430.7
금융자산	557.8	641.5	1,121.1	1,492.7	1,814.5
현금성자산	324.8	414.0	882.3	1,243.1	1,554.5
매출채권	168.3	191.6	201.1	210.2	219.0
재고자산	212.3	215.6	226.4	236.6	246.6
기타유동자산	113.4	131.7	138.3	144.6	150.6
비유동자산	2,350.8	2,375.8	2,091.0	1,936.4	1,854.6
투자자산	351.1	349.2	365.1	380.3	395.0
금융자산	332.8	330.2	345.2	359.5	373.3
유형자산	833.7	886.7	594.6	431.8	341.2
무형자산	78.6	74.3	65.7	58.6	52.8
기타비유동자산	1,087.4	1,065.6	1,065.6	1,065.7	1,065.6
자산총계	3,402.6	3,556.2	3,777.9	4,020.4	4,285.3
유동부채	1,296.2	1,328.3	1,392.8	1,454.2	1,513.6
금융부채	352.8	368.0	386.4	403.8	420.7
매입채무	609.1	621.1	652.1	681.6	710.1
기타유동부채	334.3	339.2	354.3	368.8	382.8
비유동부채	922.3	914.8	918.1	921.2	924.2
금융부채	880.9	849.4	849.4	849.4	849.4
기타비유동부채	41.4	65.4	68.7	71.8	74.8
부채총계	2,218.5	2,243.1	2,310.9	2,375.4	2,437.8
지배주주지분	1,184.1	1,313.1	1,467.0	1,645.0	1,847.5
자본금	17.3	17.3	17.3	17.3	17.3
자본잉여금	321.6	321.6	321.6	321.6	321.6
자본조정	22.4	22.4	22.4	22.4	22.4
기타포괄이익누계액	(8.2)	(7.1)	(7.1)	(7.1)	(7.1)
이익잉여금	831.0	958.8	1,112.8	1,290.8	1,493.2
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	1,184.1	1,313.1	1,467.0	1,645.0	1,847.5
순금융부채	675.9	575.9	114.6	(239.5)	(544.4)

현금흐름표	(단위:십억원)				
	2024	2025	2026F	2027F	2028F
영업활동 현금흐름	768.8	770.8	526.6	419.7	370.7
당기순이익	195.2	195.3	224.8	248.9	273.2
조정	545.2	573.4	300.7	169.8	96.5
감가상각비	515.5	534.9	300.7	169.8	96.4
외환거래손익	(0.8)	0.5	0.0	0.0	0.0
지분법손익	0.9	(0.9)	0.0	0.0	0.0
기타	29.6	38.9	0.0	0.0	0.1
영업활동 자산부채변동	28.4	2.1	1.1	1.0	1.0
투자활동 현금흐름	(346.0)	(271.6)	(27.3)	(25.9)	(25.1)
투자자산감소(증가)	(12.5)	2.8	(15.9)	(15.1)	(14.7)
자본증가(감소)	(219.0)	(241.4)	0.0	0.0	0.0
기타	(114.5)	(33.0)	(11.4)	(10.8)	(10.4)
재무활동 현금흐름	(91.3)	(87.1)	(52.5)	(53.4)	(53.9)
금융부채증가(감소)	(20.5)	(16.3)	18.4	17.5	16.9
자본증가(감소)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	0.0	0.0	(0.1)	(0.1)	0.0
배당지급	(70.8)	(70.8)	(70.8)	(70.8)	(70.8)
현금의 증감	331.4	412.0	(562.1)	360.8	311.4
Unlevered CFO	788.2	812.8	595.0	476.6	419.6
Free Cash Flow	549.7	529.4	526.6	419.7	370.7

2026년 07월 29일 | 기업분석

BUY (신규)

목표주가(12M) 57,000원
현재주가(7.28) 46,400원

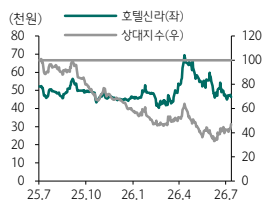
Key Data

KOSPI 지수 (pt)	6,023.66
52주 최고/최저(원)	69,400/40,400
시가총액(십억원)	1,821.1
시가총액비중(%)	0.04
발행주식수(천주)	39,248.1
60일 평균 거래량(천주)	350.7
60일 평균 거래대금(십억원)	19.7
외국인지분율(%)	20.22
주요주주 지분율(%)	
삼성생명보험 외 8 인	17.74
국민연금공단	8.19

Consensus Data

	2026	2027
매출액(십억원)	4,052.4	4,231.6
영업이익(십억원)	190.4	241.0
순이익(십억원)	115.8	161.7
EPS(원)	3,015	4,076
BPS(원)	32,399	36,707

Stock Price



Financial Data (십억원, %, 배, 원)

투자지표	2024	2025	2026F	2027F
매출액	3,947.6	4,068.3	4,041.6	4,050.6
영업이익	(5.2)	13.5	165.2	205.9
세전이익	(47.0)	(230.2)	119.7	169.4
순이익	(61.5)	(172.8)	89.8	127.0
EPS	(1,538)	(4,321)	2,244	3,175
증감율	적전	적지	흑전	41.49
PER	(23.99)	(10.32)	21.21	14.99
PBR	1.06	1.47	1.46	1.33
EV/EBITDA	21.34	18.34	10.68	9.44
ROE	(6.50)	(14.46)	7.80	10.09
BPS	34,720	30,267	32,510	35,686
DPS	0	0	0	0



Analyst 박중대 forsword@hanafn.com
RA 양정석 jsyang@hanafn.com

호텔신라 (008770)

면세점 업의 본질을 찾아가는 중

실적 턴어라운드 국면 진입

호텔신라 실적은 분명한 실적 턴어라운드 국면에 접어들었다. 구조적으로 영업손실 요인이 줄어들고 있고, 외국인 인바운드 증가로 면세점과 호텔사업 모두 견조한 매출 성장과 영업 레버리지 효과를 기대할 수 있게 되었다. 우호적인 영업환경과 사업구조 개선의 성과 측면에서 2026년은 호텔신라 실적 턴어라운드의 원년이라고 할 수 있겠다. 호텔신라의 2분기 연결 영업이익은 540억원(2Q25 OP 90억원) 내외 시장 기대치 수준은 무난히 가능할 전망이다.

사업구조 개선 효과 클 듯

첫째, 공항면세점 영업손실이 크게 줄어들고 있다. 인천공항 면세점과 해외공항 면세점이 연간 거의 1,000억원 수준 영업손실을 내왔다. 두 부문 영업손실 규모는 대략 절반 정도씩이다. 인천공항은 2026년 4월을 끝으로 인천공항 DF1 영업을 종료한다. 인천공항점 영업손실 대부분 DF1에서 발생했기 때문에 2분기 이후 공항점 수익성은 상당히 좋아질 수 있다. 둘째, 시내면세점 역시 저마진 도매(다이소) 매출 비중 축소, ii) 도매 할인률 하락, iii) 고마진 소매(일반고객) 매출 비중이 상승하면서 수익성 개선을 도모할 수 있게 되었다. 이에 따라 2026년 1분기 시내점 영업이익률은 하이싱글 수준까지 제고되었다. 셋째, 호텔 부문은 투숙률(OCC: Occupancy Rate)과 객실료(ADR: Average Daily Rate) 동반 상승으로 외형성장 및 수익성 개선을 모두 달성하고 있다. 연간으로 보면 매출규모는 면세점보다 작지만, 영업이익 규모는 호텔부문이 훨씬 크다. 특히, 인건비 등 고정비 부담이 제한적인 비즈니스호텔(신라스테이) 매출이 전체 호텔 매출의 절반 수준까지 상승하면서 수익성 개선을 견인하고 있다.

목표주가 5.7만원, 투자의견 '매수'로 커버리지 개시

5.7만원은 12MF 20배를 적용한 수치다. 사업구조 개선에도 불구하고 중장기 매출 증가율 YoY 10% 이상 기대 쉽지 않은 상황이다. 면세점의 경우 인천공항 DF1 영향이 제거된 상황에서 의미 있는 외형 성장을 기대하기에는 한계가 있다. 시내점 매출은 YoY 10% 내외로 외국인 인바운드 증가율에 비하면 상당히 낮은 수치를 이어갈 전망이다. 소매 매출 비중이 상승하면서 사업구조가 좋아지고 있는 것은 사실이지만, 도매 매출의 높은 베이스 때문에 매출 측면에서는 외국인 인바운드 증가의 수혜가 온전히 전달되고 있지는 않은 것 또한 부인할 수 없는 현실이다. 아울러, 호텔 사업은 투숙률이 거의 상단에 온 상황이다. 객실료를 10% 내외 올리면서 매출 증가율을 가져가야 하는 상황이다. 이런 한계에도 불구하고, 국내외 여행객 쇼핑과 숙박을 기본으로 한 업의 본질을 찾아가고 있다는 점은 긍정적이다. 외국인 인바운드 2천만을 넘어서는 상황, 중장기 안정적인 매출 및 이익 개선 가능성이 높아지고 있다.

도표 1. 호텔신라 분기 실적 전망

(단위: 십억원)

	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	2025	1Q26	2Q26F	3Q26F	4Q26F	2026F
매출액	972	1,025	1,026	1,045	4,068	1,054	1,028	985	975	4,042
면세점	827	850	850	855	3,382	885	835	792	770	3,282
시내	316	364	366	338	1,383	353	393	391	357	1,494
공항	511	487	484	517	1,999	532	443	400	413	1,788
호텔/생활레저	145	175	176	191	687	169	193	194	204	760
영업이익	(3)	9	12	(4)	14	20	54	48	44	165
면세점	(5)	(11)	(10)	(21)	(47)	12	29	22	21	84
시내	13	15	0	0	28	25	0	0	0	25
공항	(18)	(26)	(10)	(21)	(75)	(13)	29	22	21	60
호텔/생활레저	3	20	22	17	61	8	24	26	22	81
세전이익	(4)	2	(187)	(41)	(230)	12	39	34	35	120
순이익	(6)	(1)	(149)	(17)	(173)	6	32	27	25	90
지배주주순이익	(6)	(1)	(149)	(17)	(173)	6	32	27	25	90
영업이익률(%)	(0.3)	0.8	1.1	(0.4)	0.3	1.9	5.2	4.8	4.5	4.1
면세점	(0.6)	(1.3)	(1.2)	(2.4)	(1.4)	1.4	3.5	2.8	2.8	2.6
호텔/생활레저	1.7	11.4	12.4	8.7	8.9	4.9	12.6	13.3	10.9	10.6
세전이익률(%)	(0.4)	0.2	(18.3)	(3.9)	(5.7)	1.1	3.8	3.4	3.6	3.0
순이익률(%)	(0.6)	(0.1)	(14.5)	(1.6)	(4.2)	0.6	3.1	2.7	2.6	2.2
매출액 (YoY %)	(0.9)	2.3	0.9	10.3	3.1	8.4	0.3	(3.9)	(6.8)	(0.7)
면세점	(0.4)	2.1	0.6	10.5	3.0	7.0	(1.8)	(6.8)	(9.9)	(3.0)
시내	(21.0)	(3.2)	(1.3)	8.7	(5.1)	11.7	8.0	7.0	5.6	8.0
공항	18.7	6.4	2.1	11.8	9.5	4.0	(9.1)	(17.3)	(20.0)	(10.5)
호텔/생활레저	(3.6)	3.2	2.7	9.3	3.1	16.7	10.1	10.0	7.3	10.7
영업이익 (YoY %)	적전	(68.6)	흑전	적지	흑전	흑전	518.0	315.0	흑전	1,118.4
면세점	적전	적전	적지	적지	적지	흑전	흑전	흑전	흑전	흑전
호텔/생활레저	(59.7)	(2.9)	0.9	3.1	(5.6)	228.0	21.8	18.0	35.4	32.6
세전이익 (YoY, %)	흑전	흑전	흑전	흑전	흑전	흑전	흑전	흑전	흑전	흑전
지배순이익 (YoY %)	적지	적전	적지	적지	적지	흑전	흑전	흑전	흑전	흑전

자료: 호텔신라, 하나증권

도표 2. 호텔신라 연간 실적 전망과 밸류에이션

(단위: 십억원)

	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
매출액	3,568	3,948	4,068	4,042	4,051	4,270
면세점	2,934	3,282	3,382	3,282	3,242	3,393
시내	1,375	1,457	1,383	1,494	1,602	1,701
공항	1,559	1,825	1,999	1,788	1,640	1,691
호텔/생활레저	635	666	687	760	809	878
영업이익	91	(5)	14	165	206	232
면세점	22	(70)	(47)	84	116	129
시내	1	22	62	104	114	123
공항	21	(92)	(110)	(20)	2	6
호텔/생활레저	69	65	61	81	90	103
세전이익	107	(47)	(230)	120	169	204
순이익	86	(62)	(173)	90	127	153
지배주주순이익	86	(62)	(173)	90	127	153
적정시가총액	1,720	(1,230)	(3,457)	1,795	2,540	3,055
주식수(천주)	39,248	39,248	39,248	39,248	39,248	39,248
적정주가(원)	43,813	(31,341)	(88,080)	45,737	64,725	77,848
적정PER	20	20	20	20	20	20
EPS(원)	2,191	(1,567)	(4,404)	2,287	3,236	3,892
영업이익률(%)	2.6	(0.1)	0.3	4.1	5.1	5.4
면세점	0.8	(2.1)	(1.4)	2.6	3.6	3.8
시내	0.1	1.5	4.5	7.0	7.1	7.3
공항	1.3	(5.0)	(5.5)	(1.1)	0.1	0.3
호텔/생활레저	10.8	9.7	8.9	10.6	11.1	11.7
매출액 (YoY %)	(27.5)	10.6	3.1	(0.7)	0.2	5.4
면세점	(32.2)	11.9	3.0	(3.0)	(1.2)	4.7
시내	(63.7)	6.0	(5.1)	8.0	7.2	6.2
공항	190.0	17.0	9.5	(10.5)	(8.2)	3.1
호텔/생활레저	6.5	4.9	3.1	10.7	6.4	8.5
영업이익 (YoY %)	16.4	적전	흑전	1,118.4	24.6	12.6
면세점	163.5	적전	적지	흑전	37.0	11.5
호텔/생활레저	(1.4)	(6.1)	(5.6)	32.6	11.6	14.1
지배주주순이익 (YoY %)	흑전	적전	적지	흑전	41.5	20.3

자료: 호텔신라, 하나증권

추정 재무제표

손익계산서	(단위:십억원)				
	2024	2025	2026F	2027F	2028F
매출액	3,947.6	4,068.3	4,041.6	4,050.6	4,270.3
매출원가	2,260.3	2,248.4	2,305.9	2,307.5	2,429.0
매출총이익	1,687.3	1,819.9	1,735.7	1,743.1	1,841.3
판매비	1,692.5	1,806.4	1,570.5	1,537.2	1,609.4
영업이익	(5.2)	13.5	165.2	205.9	231.9
금융손익	(35.3)	7.4	10.9	14.3	17.5
종속/관계기업손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	(6.6)	(251.1)	(56.5)	(50.8)	(45.7)
세전이익	(47.0)	(230.2)	119.7	169.4	203.7
법인세	14.5	(57.3)	29.9	42.3	50.9
계속사업이익	(61.5)	(172.8)	89.8	127.0	152.8
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	(61.5)	(172.8)	89.8	127.0	152.8
비지배주주지분 손이익	0.0	(0.0)	0.0	0.0	0.0
지배주주순이익	(61.5)	(172.8)	89.8	127.0	152.8
지배주주지분포괄이익	673.7	(178.1)	89.8	127.0	152.8
NOPAT	(6.8)	10.1	123.9	154.4	173.9
EBITDA	127.1	154.3	269.5	283.1	289.1
성장성(%)					
매출액증가율	10.62	3.06	(0.66)	0.22	5.42
NOPAT증가율	적전	흑전	1,126.73	24.62	12.63
EBITDA증가율	(41.94)	21.40	74.66	5.05	2.12
영업이익증가율	적전	흑전	1,123.70	24.64	12.63
(지배주주)순이익증가율	적전	적지	흑전	41.43	20.31
EPS증가율	적전	적지	흑전	41.49	20.28
수익성(%)					
매출총이익률	42.74	44.73	42.95	43.03	43.12
EBITDA이익률	3.22	3.79	6.67	6.99	6.77
영업이익률	(0.13)	0.33	4.09	5.08	5.43
계속사업이익률	(1.56)	(4.25)	2.22	3.14	3.58

투자지표	2024	2025	2026F	2027F	2028F
주당지표(원)					
EPS	(1,538)	(4,321)	2,244	3,175	3,819
BPS	34,720	30,267	32,510	35,686	39,505
CFPS	3,912	(184)	5,370	5,899	5,630
EBITDAPS	3,177	3,858	6,737	7,077	7,227
SPS	98,689	101,708	101,040	101,264	106,758
DPS	0	0	0	0	0
주가지표(배)					
PER	(23.99)	(10.32)	21.21	14.99	12.46
PBR	1.06	1.47	1.46	1.33	1.20
PCR	9.43	(242.39)	8.86	8.07	8.45
EV/EBITDA	21.34	18.34	10.68	9.44	8.56
PSR	0.37	0.44	0.47	0.47	0.45
재무비율(%)					
ROE	(6.50)	(14.46)	7.80	10.09	10.92
ROA	(1.80)	(4.70)	2.70	4.01	4.58
ROIC	(0.34)	0.43	5.79	7.54	8.75
부채비율	196.95	220.14	159.74	144.54	132.60
순부채비율	96.66	95.10	71.63	49.35	30.72
이자보상배율(배)	(0.09)	0.24	3.39	5.16	5.80

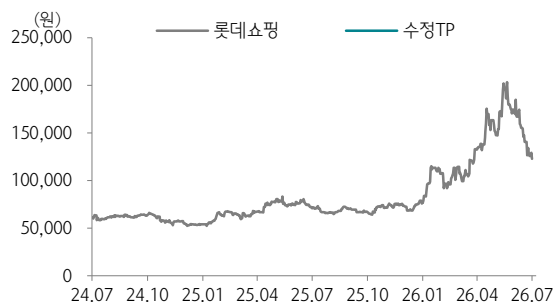
자료: 하나증권

대차대조표	(단위:십억원)				
	2024	2025	2026F	2027F	2028F
유동자산	1,410.9	1,401.1	1,071.6	1,277.2	1,522.5
금융자산	416.8	631.8	307.2	511.2	715.0
현금성자산	370.4	338.3	15.7	219.0	407.0
매출채권	86.0	81.6	81.1	81.3	85.7
재고자산	622.8	526.2	522.8	523.9	552.3
기타유동자산	285.3	161.5	160.5	160.8	169.5
비유동자산	2,403.0	2,140.3	2,034.9	1,958.1	1,910.2
투자자산	299.3	172.2	171.1	171.5	180.7
금융자산	277.7	172.2	171.1	171.5	180.7
유형자산	1,535.7	1,518.8	1,420.0	1,346.9	1,292.8
무형자산	23.4	22.1	16.6	12.5	9.4
기타비유동자산	544.6	427.2	427.2	427.2	427.3
자산총계	3,813.9	3,541.4	3,106.5	3,235.3	3,432.7
유동부채	1,150.0	1,298.0	773.8	775.4	815.8
금융부채	411.6	624.4	104.6	104.7	109.1
매입채무	205.8	205.2	203.9	204.3	215.4
기타유동부채	532.6	468.4	465.3	466.4	491.3
비유동부채	1,379.6	1,137.3	1,136.7	1,136.9	1,141.1
금융부채	1,246.6	1,059.3	1,059.3	1,059.3	1,059.3
기타비유동부채	133.0	78.0	77.4	77.6	81.8
부채총계	2,529.5	2,435.2	1,910.5	1,912.3	1,956.9
지배주주지분	1,284.3	1,106.2	1,196.0	1,323.0	1,475.8
자본금	200.0	200.0	200.0	200.0	200.0
자본잉여금	206.3	206.3	206.3	206.3	206.3
자본조정	(104.5)	(104.5)	(104.5)	(104.5)	(104.5)
기타포괄이익누계액	759.1	749.4	749.4	749.4	749.4
이익잉여금	223.4	55.0	144.7	271.7	424.5
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	1,284.3	1,106.2	1,196.0	1,323.0	1,475.8
순금융부채	1,241.4	1,052.0	856.7	652.9	453.4

현금흐름표	(단위:십억원)				
	2024	2025	2026F	2027F	2028F
영업활동 현금흐름	68.7	103.6	243.8	243.8	242.0
당기순이익	(61.5)	(172.8)	89.8	127.0	152.8
조정	228.5	170.7	153.0	117.1	97.1
감가상각비	132.3	140.8	104.3	77.2	57.2
외환거래손익	(10.1)	1.2	0.0	0.0	0.0
지분법손익	36.5	10.4	0.0	0.0	0.0
기타	69.8	18.3	48.7	39.9	39.9
영업활동 자산부채변동	(98.3)	105.7	1.0	(0.3)	(7.9)
투자활동 현금흐름	(95.3)	(103.6)	3.1	(1.0)	(25.1)
투자자산감소(증가)	32.3	128.7	1.1	(0.4)	(9.3)
자본증가(감소)	(74.0)	(53.6)	0.0	0.0	0.0
기타	(53.6)	(178.7)	2.0	(0.6)	(15.8)
재무활동 현금흐름	0.8	(31.8)	(568.6)	(39.7)	(35.6)
금융부채증가(감소)	58.1	25.5	(519.8)	0.2	4.4
자본증가(감소)	9.8	0.0	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	(59.5)	(57.3)	(48.8)	(39.9)	(40.0)
배당지급	(7.6)	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증감	(25.8)	(31.7)	(394.7)	203.3	188.0
Unlevered CFO	156.5	(7.4)	214.8	236.0	225.2
Free Cash Flow	(5.2)	50.1	243.8	243.8	242.0

투자의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

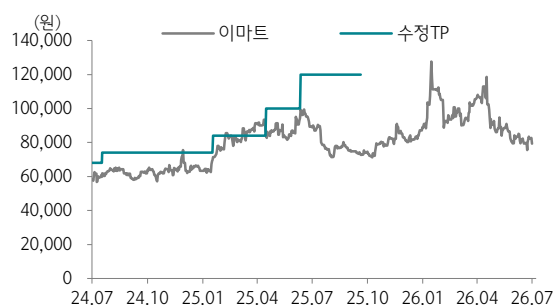
롯데쇼핑



날짜	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
26.7.29	BUY	180,000		
26.6.4	Not Rated	-	-	-
26.6.2	담당자 변경	-	-	-
24.12.11	1년 경과	-	-	-
23.12.11	Not Rated	-	-	-

투자의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

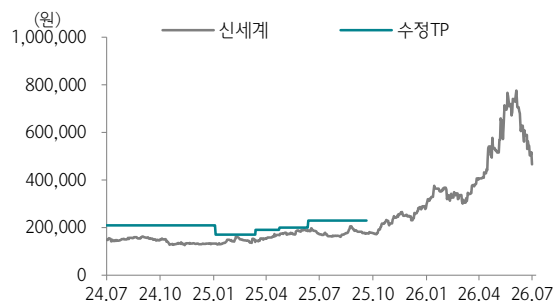
이마트



날짜	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
26.7.29	BUY	110,000		
26.6.24	Not Rated	-	-	-
26.6.23	담당자 변경	-	-	-
25.7.9	BUY	120,000	-26.68%	6.33%
25.5.13	BUY	100,000	-13.10%	-4.90%
25.2.14	BUY	84,000	-0.87%	11.31%
24.8.14	BUY	74,000	-14.29%	2.03%
24.7.11	BUY	68,000	-14.08%	-7.94%

투자의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

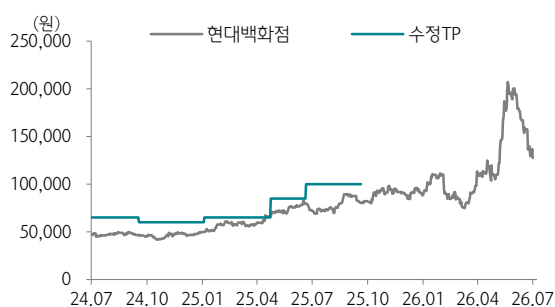
신세계



날짜	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
26.7.29	BUY	750,000		
26.6.12	Not Rated	-	-	-
26.6.11	담당자 변경	-	-	-
25.7.9	BUY	230,000	22.10%	197.83%
25.5.21	BUY	200,000	-9.75%	-3.55%
25.4.10	BUY	190,000	-17.39%	-9.11%
25.1.31	BUY	170,000	-15.44%	-5.59%
24.7.11	BUY	210,000	-31.33%	-22.71%

투자의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

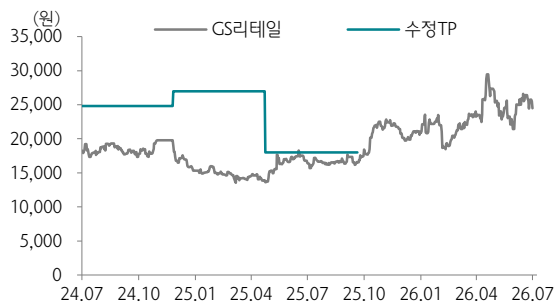
현대백화점



날짜	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
26.7.29	BUY	180,000		
26.6.16	Not Rated	-	-	-
26.6.15	담당자 변경	-	-	-
25.7.18	BUY	100,000	-8.12%	87.10%
25.5.21	BUY	85,000	-12.48%	-2.00%
25.1.31	BUY	65,000	-10.78%	4.00%
24.10.15	BUY	60,000	-22.94%	-17.08%
24.7.11	BUY	65,000	-27.13%	-23.46%

투자의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

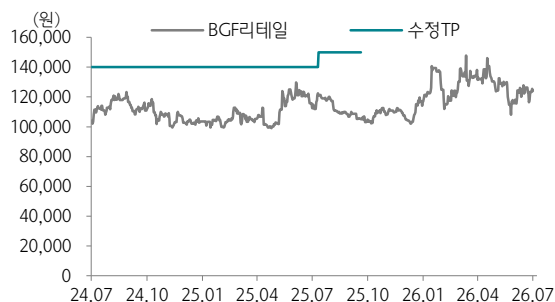
GS리테일



날짜	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
26.7.29	BUY	31,000		
26.6.23	Not Rated	-	-	-
26.6.22	담당자 변경			
26.5.21	1년 경과		-	-
25.5.21	BUY	18,000	8.38%	63.61%
24.12.23	BUY	27,000	-43.98%	-33.00%
24.4.15	BUY	24,803	-26.64%	-20.17%

투자의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

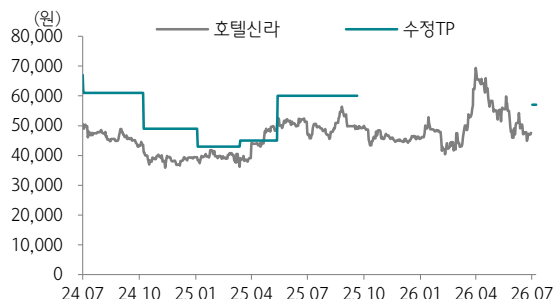
BGF리테일



날짜	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
26.7.29	BUY	165,000		
26.6.19	Not Rated	-	-	-
26.6.18	담당자 변경			
25.8.8	BUY	150,000	-20.84%	-1.47%
25.7.11	1년 경과		-	-
24.7.11	BUY	140,000	-22.16%	-7.29%

투자의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

호텔신라



날짜	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
26.7.29	BUY	57,000		
26.6.9	담당자 변경		-	-
25.6.10	BUY	60,000	-17.58%	15.67%
25.4.10	BUY	45,000	-1.92%	11.78%
25.1.31	Neutral	43,000	-8.05%	-2.79%
24.11.4	Neutral	49,000	-20.80%	-16.22%
24.7.29	BUY	61,000	-23.97%	-17.38%
24.7.11	BUY	67,000	-22.85%	-19.55%

Compliance Notice

- 당사는 2026년 7월 29일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다
- 본 자료를 작성한 애널리스트(박종대)는 자료의 작성과 관련하여 외부의 압력이나 부당한 간섭을 받지 않았으며, 본인의 의견을 정확하게 반영하여 신의성실 하게 작성하였습니다.
- 본 자료는 기관투자자 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다
- 본 자료를 작성한 애널리스트(박종대)는 2026년 7월 29일 현재 해당회사의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다

본 조사항목은 고객의 투자에 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 어떠한 경우에도 무 단 복제 및 배포 될 수 없습니다. 또한 본 자료에 수록된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보로 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자 신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

투자등급 관련사항 및 투자의견 비율공시

- 투자의견의 유효기간은 추천일 이후 12개월을 기준으로 적용

기업의 분류

BUY(매수)_목표주가가 현재가 대비 15% 이상 상승 여력
Neutral(중립)_목표주가가 현재가 대비 -15%~15% 등락
Reduce(비중축소)_목표주가가 현재가 대비 15% 이상 하락 가능

산업의 분류

Overweight(비중확대)_업종지수가 현재지수 대비 15% 이상 상승 여력
Neutral(중립)_업종지수가 현재지수 대비 -15%~15% 등락
Underweight(비중축소)_업종지수가 현재지수 대비 -15%~15% 등락

투자등급	BUY(매수)	Neutral(중립)	Reduce(매도)	합계
금융투자상품의 비율	98.14%	1.86%	0.00%	100%

* 기준일: 2026년 07월 26일