

유통 (Positive)

냉정과 열정 사이





목차

03	Summary
04	백화점 주가 정체 원인
05	ROE 전망치 정체
07	Min 요구 성장률
09	외국인이 Re-rating의 트리거인 이유
11	외국인 모멘텀은 구조적
17	내수 소비 성장도 구조적
23	백화점 내 우선순위
27	일본 백화점 동향 업데이트
29	투자전략
30	영업이익 컨센서스&밸류에이션 추이
33	기업분석
	롯데쇼핑, 신세계, 현대백화점

Summary

I. 백화점 주가 정체의 원인

- ❖ 백화점을 포함한 유통업종의 주가를 장기적으로 보았을 때, ROE 전망치의 방향성에 동조하는 것이 일반적. 최근 주가 조정 및 정체는 상반기 강하게 상향되어오던 ROE 전망치가 하반기 들어 정체되었기 때문이라 판단
- ❖ ROE 전망치의 정체는 결국 27년에 대한 보수적 전망치에 따른 것으로 높은 기저구간에 진입함에 따른 부담에 기인
- ❖ ROE 전망치의 방향성이 주가를 결정한다면, 높은 성장률이 유지되는 것보다는 기저 부담에도 증익을 위한 최소한의 성장률(요구성장률) 이상을 꾸준히 기록하는 것이 필요. 증익을 위한 요구성장률은 신세계는 +5%, 롯데/현대는 +3% 수준

II. 외국인 Re-rating의 트리거인 이유

- ❖ 백화점의 일반적 성장은 0%~10%에서 순환. 요구성장률을 오르내리기 때문에 1년 단위로 기저에 따라 증익과 감익을 반복해왔음
- ❖ 외국인 매출 기여로 백화점의 성장사이클이 5%~15%로 상향. 속도의 차이일 뿐 꾸준한 증익(ROE 전망치의 지속 우상향)을 기대해볼 수 있음
- ❖ 최근 원화 강세로 외국인 구매력 위축 가능성을 우려하나, 단기적 영향일 뿐이라 판단. 럭셔리 기업들은 환 변동에 반영하여 글로벌 가격 리밸런싱을 진행하기 때문. 럭셔리 시장 내 한국 시장의 중요도가 높은 상황에서 큰 그림은 변화하지 않을 것. 또한 올해부터 한국이 부각되기 시작한 것은 결국 지정학적 수혜가 뒷받침되고 있기 때문이며, 이는 변화한 것이 없음. 인바운드 병목 수요에 따른 장기 외국인 매출 성장 기대

III. 내수 소비 성장도 구조적

- ❖ 4분기부터 소득효과가 본격화되며 내수 강세 지속될 전망. 특히 백화점의 경우 소비 양극화의 수혜 채널로서 반도체 기업 종사자 등 일부 계층의 소득 급증에 따른 직접적 수혜를 기대해볼 수 있음. 쉽게 말해 백화점은 VIP 매출 비중이 높은 채널인데, 그 VIP 수가 급증하는 것
- ❖ 근로소득 외 자본소득 효과까지 가미될 수 있는 환경이며, 장기적으로는 일부 근로자가 아닌 전반적 소득 규모 확대를 기대해볼 수 있을 것. 소득규모 확대는 소비 규모 확대로 자연스럽게 연결됨

IV. 투자전략

- ❖ 백화점에 대해 장기적 관점에서 비중확대 유효. 백화점의 구조적 성장과 대형마트 산업 구조조정 수혜를 누릴 수 있는 롯데쇼핑 최선희주 유지



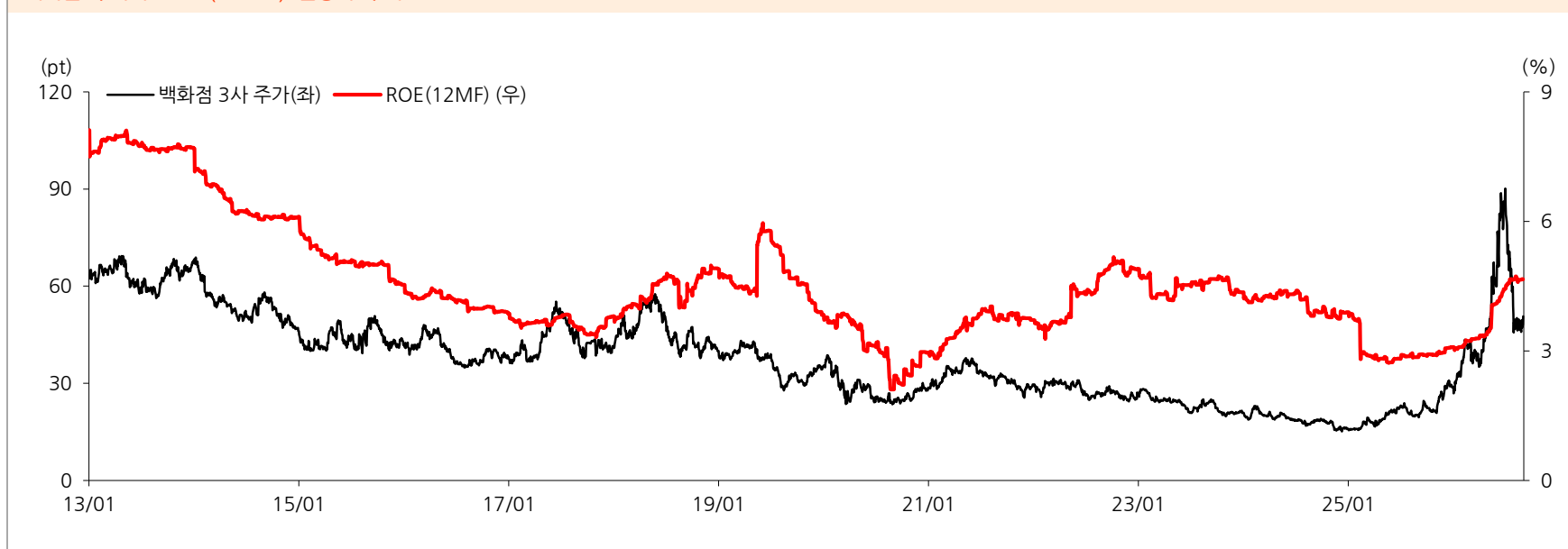
백화점 주가 정체 원인 ROE 전망치의 정체

[한화리서치센터]

❖ ROE 컨센서스의 정체가 백화점 주가 정체(조정)의 주요 원인

- 백화점 주가 조정에 대해 여러 시각이 존재. 7월 진행된 증시의 강한 조정에 따른 부의 효과 위축과 원/달러 환율 강세로 인한 외국인 매출 성장률 둔화 가능성 등이 대표적
- 본질적 내부적 요인에만 집중해본다면, ROE 전망치의 정체. 장기적으로 보았을 때, 백화점뿐만 아니라 유통업종 대부분이 ROE 전망치의 방향성과 주가가 동조해 왔었고, 상반기 백화점 업종 강세는 ROE 전망치의 강한 상향조정을 주가가 반영한 것이라 볼 수 있음
- 때문에 하반기부터 ROE 전망치 상향이 부재한 상황에서 주가 조정 및 정체가 나타나고 있는 것으로 해석해볼 수 있음

백화점 주가와 ROE(12MF) 전망치 추이



주: 100 = 2011.01.03

자료: Quantiwise, 한화투자증권 리서치센터



ROE 전망치 정체 보수적 27년 전망치

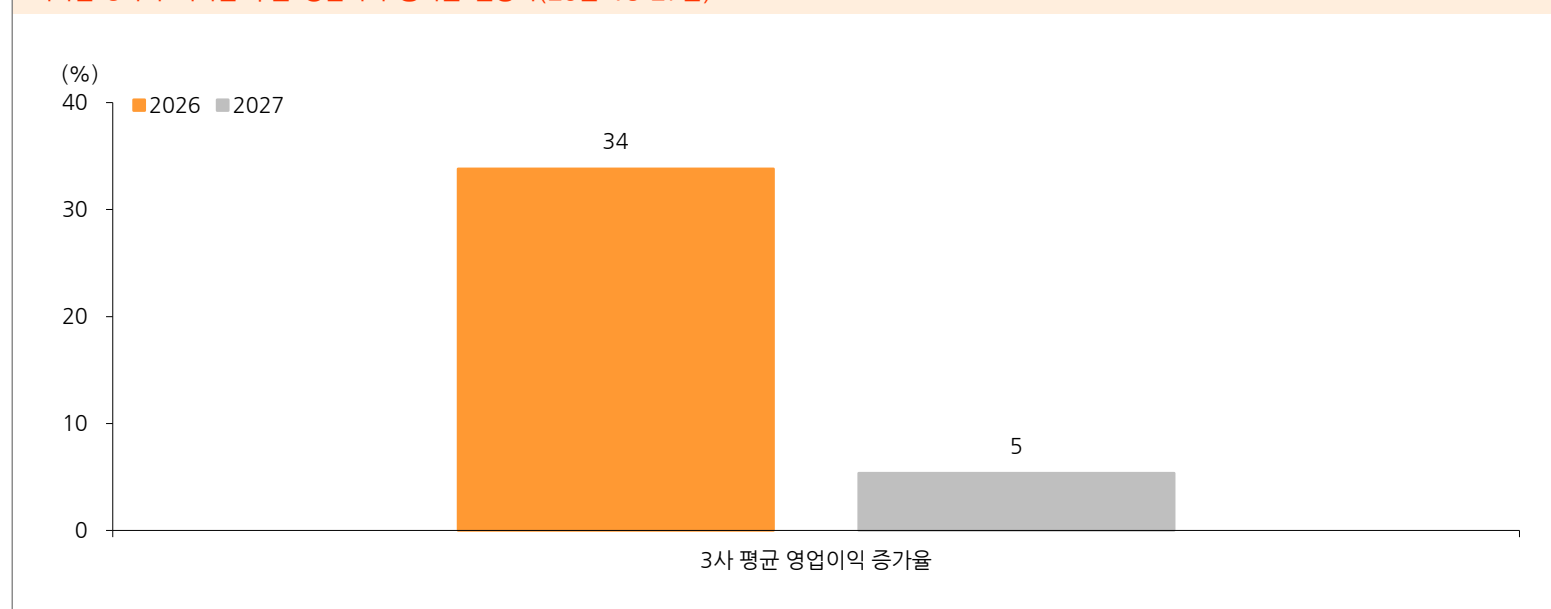
[한화리서치센터]

❖ 27년 백화점 3사 영업이익의 성장률 컨센서스 +5% YoY에 불과

- 3분기 말에 현 시점에서 12MF ROE 전망치가 높아지기 위해선 26년 실적 전망치보다는 27년 실적 전망치가 상향되는 것이 중요

- 백화점 3사의 26년 백화점 부문 영업이익의 컨센서스는 1.7조원으로 +34% YoY 성장할 것으로 예상되어지는 데 반해, 27년 영업이익의 컨센서스는 1.8조원으로 영업이익의 성장률 컨센서스가 +5% YoY에 불과하며, 애널리스트별 전망치 중 일부는 27년 감익 전망도 있는 상황

백화점 3사의 백화점 부문 영업이익의 증가율 전망치(26년 vs 27년)



자료: Fnguide, 한화투자증권 리서치센터





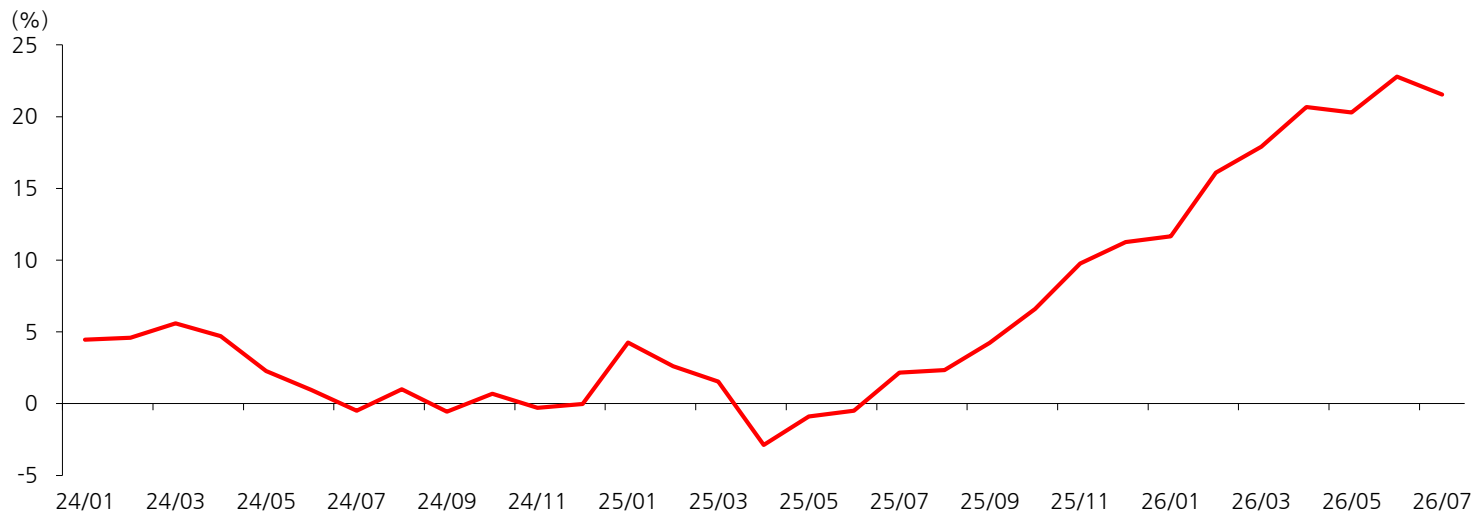
ROE 전망치 정체 높은 기저 영향. 절대적 레벨보다 지속성이 중요

[한화리서치센터]

❖ 백화점 기존점 성장의 지속성이 중요

- 27년에 대한 시장 전망치가 보수적인 가장 주요한 이유는 높은 기저구간에 진입함에 따른 부담에 기인. 확인되지 않은 상황에서 굳이 27년 전망치를 끌어올릴 이유가 없는 상황. 실제 높은 기저구간에 진입한 7월의 경우, 백화점의 매출성장률은 +17.9% YoY로 2Q26에 보여주었던 +20% YoY 이상의 성장보다는 둔화된 모습을 보여주었음
- 높은 기저구간 진입에 따른 성장률 둔화는 자연스러운 모습. ROE 전망치가 주가의 방향성을 결정한다면, 기존점 성장률의 절대적 레벨이 유지 혹은 상향되는 것에 초점을 맞추기보다는 이익 전망치 상향이 진행될 수 있는 수준의 기존점 성장률 레벨이 지속적으로 유지될 수 있는지가 주가 반등에 있어서 관건이 될 것

백화점 매출 증가율(3MMA) 추이



자료: 산업통상부, 한화투자증권 리서치센터



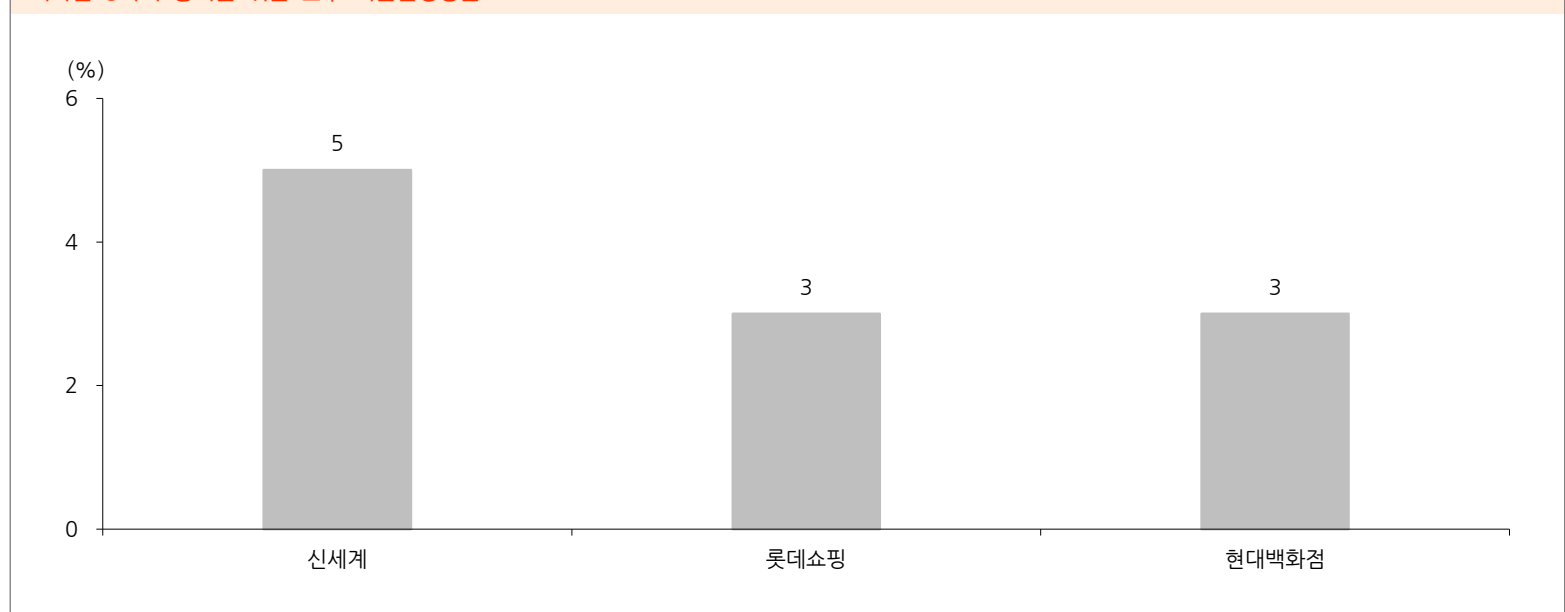
Min 요구 성장률 증익을 위한 조건

[한화리서치센터]

❖ 증익을 위한 Min 요구성장률은 얼마일까?

- 증익을 위한 기존점성장률의 기준점은 신세계 +5%, 롯데쇼핑/현대백화점 +3% 수준. 앞으로의 관건은 높은 기저구간에 진입하면서 최소한의 성장률을 넘어설 수 있느냐가 될 것이라 판단
- 럭셔리 등 임대매장 중심의 성장이 지속되는 상황에서 관리회계 기준 기존점성장률과 총매출액 성장률 간의 간극은 확대 중에 있어 증익을 위한 요구성장률이 높아지고 있는 것이 현실. 1Q26 기준 간극은 신세계 7%, 현대백화점 5%, 롯데쇼핑 3%. 2Q26에는 신세계 10%, 현대백화점 10%, 롯데쇼핑 5%로 일시적으로 확대되긴 하였으나, 삼성전자 가전행사에 따른 일시적 영향
- 동시에 임대매장의 경우, 총매출액 대비 GPM이 100%이기 때문에 총매출액 대비 GPM이 기술적으로 확대되고 있음. GPM 1% 상승 시, 3%의 간극 보완 가능

백화점 3사의 증익을 위한 요구 기존점성장률



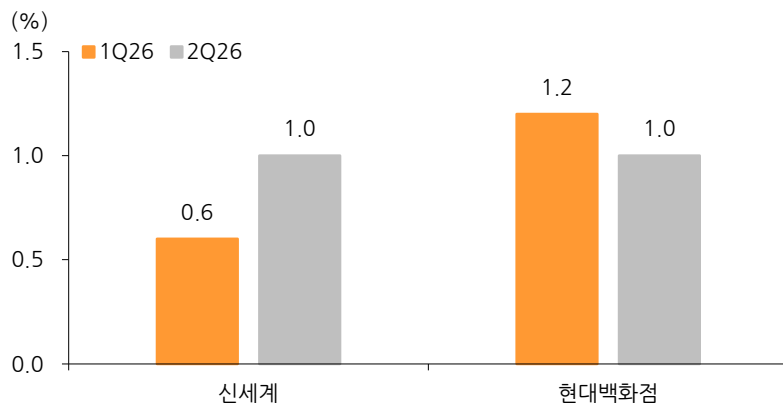
자료: 각 사, 한화투자증권 리서치센터



Min 요구 성장률 증익을 위한 조건

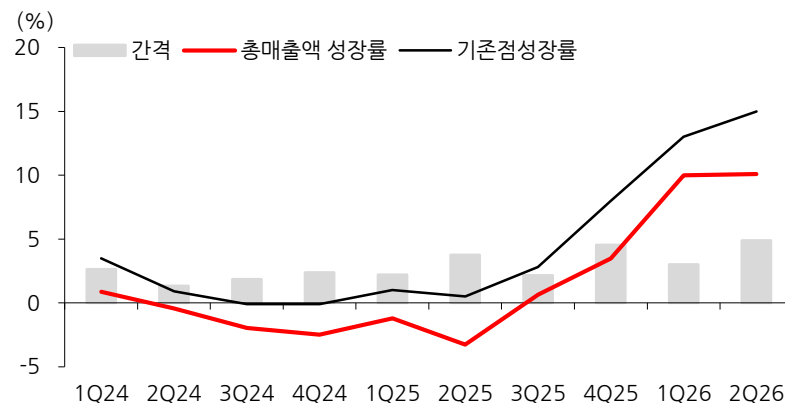
[한화리서치센터]

신세계 vs 현대백화점 GPM 비교



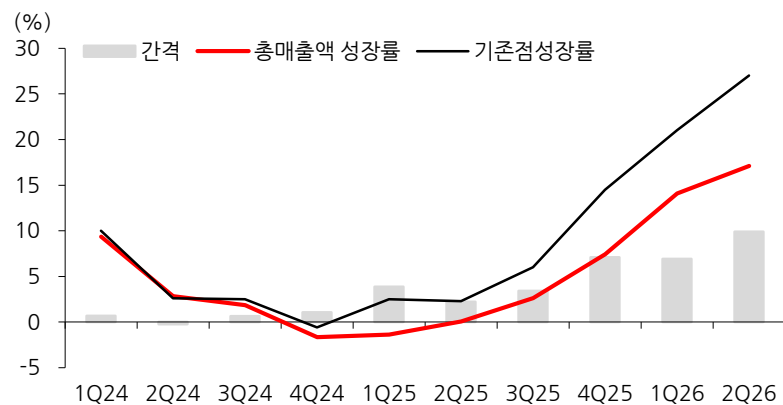
자료: 각 사, 한화투자증권 리서치센터

롯데쇼핑 SSSG 성장률 vs 총매출액 성장률



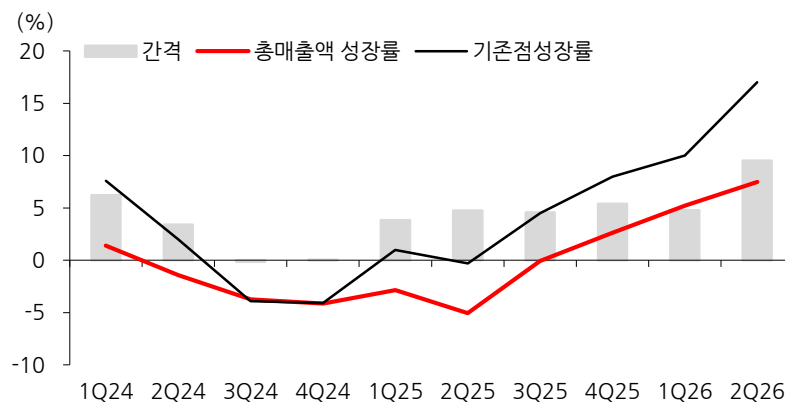
자료: 각 사, 한화투자증권 리서치센터

신세계(별도) SSSG 성장률 vs 총매출액 성장률



자료: 각 사, 한화투자증권 리서치센터

현대백화점 SSSG 성장률 vs 총매출액 성장률



자료: 각 사, 한화투자증권 리서치센터



외국인이 Re-rating의 트리거인 이유 백화점 역시, 사이클 산업 [한화리서치센터]

❖ 백화점, 기존에는 0% ~ 10% 성장의 사이클 형성

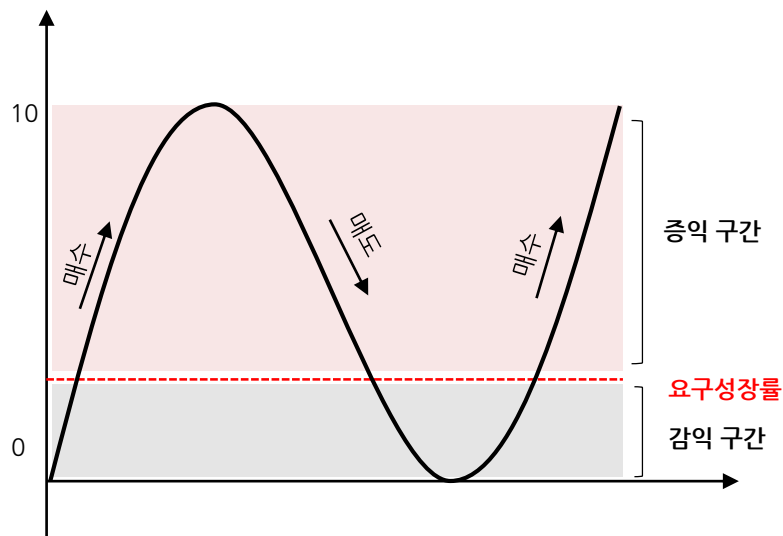
- 금융위기, 코로나19 등과 같은 외부 충격이 없을 경우, 기존 내수 중심의 백화점은 0% ~ 10% 성장의 사이클을 그려 왔음
- 해당 사이클은 내수 소비 경기 사이클에 더해 기저 영향에서 형성되었음. 이 때문에 일반적으로 전년 기저가 낮으면 성장을 확대, 전년 기저가 높으면 성장을 둔화 등 단순한 사이클인 경우가 대다수
- 백화점의 ROE 전망치도 해당 사이클을 따라가는 데, 증익을 위한 요구성장을 이하 구간에서는 감익, 이상의 구간에서는 증익을 반복
- 투자 의사결정도 기저 낮은 구간 진입 시에 매수전략, 높은 기저구간 진입 시 매도 전략 등으로 단순화됨. 사이클의 단순 반복이기에 밸류에이션의 Re-rating을 경험하기는 어려우며, 오히려 장기 De-rating을 경험해왔음

백화점 매출 증가율(3MMA) 추이



자료: 산업자원통상부, 한화투자증권 리서치센터

내수 중심에서의 백화점 성장 사이클



자료: 한화투자증권 리서치센터



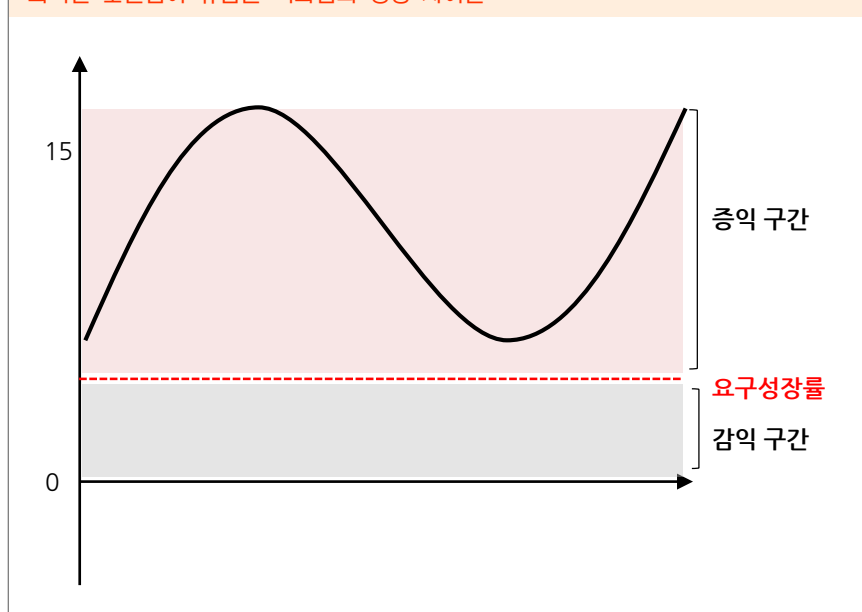
외국인이 Re-rating의 트리거인 이유 사이클의 상향 조정

[한화리서치센터]

❖ 외국인 인바운드 모멘텀은 백화점 사이클의 구조를 변화시킴

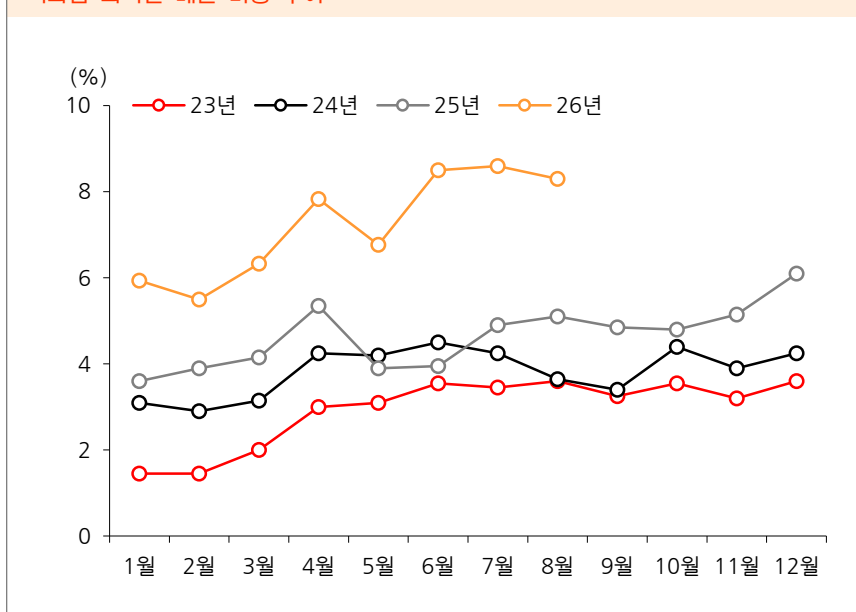
- 기존에는 기저에 따라 0% ~ 10% 성장 사이클을 반복하며, 증익과 감익을 반복하였으나, 외국인 관광객의 백화점 유입은 백화점 사이클의 저점과 고점을 높여주는 모습을 보임
- 하반기 들어 외국인의 백화점 기존점성장률 기여는 5%p까지 확대되는 모습. 이 같은 인바운드 모멘텀이 지속될 경우, 백화점의 사이클은 기존 내수 중심일 때 0% ~ 10% 사이에서 형성된 사이클이 5% ~ 15%로 상향 조정될 수 있음
- 5% ~ 15% 사이클로의 상향 조정이 의미하는 바는 증익을 위한 요구성장률을 상회하는 수준에서 사이클이 형성되기 때문에 속도의 차이일 뿐 증익이 지속된다는 것을 의미. 이는 백화점의 주가를 결정해온 ROE 전망치의 상향이 지속됨을 의미하기도 함

외국인 모멘텀이 유입된 백화점의 성장 사이클



자료: 한화투자증권 리서치센터

백화점 외국인 매출 비중 추이



자료: 각 사, 한화투자증권 리서치센터



외국인 모멘텀은 구조적 원화 강세 영향. 일시적일 것

[한화리서치센터]

❖ 최근 원화 강세가 급격히 나타나면서 외국인 모멘텀 약화 우려가 형성 중

- 2Q26까지 약세를 보이며, 1,500원 중반 수준을 기록했던 원/달러 환율이 3Q26 들어 급격한 원화 강세로 전환되면서 1,300원 중반 수준을 기록. 급격한 원화 강세에 외국인관광객의 구매력 약화를 우려하는 시선이 확산되고 있음
- 전통적으로 원화 강세는 내수주에 긍정적 요인. 수입 물가 하락과 내국인의 구매력 확대를 기대해볼 수 있기 때문. 하지만 외국인 수요 확대가 주요한 주가 모멘텀으로 작용하던 백화점에게는 다소 애매한 상황이 된 것도 사실

원/달러 환율 추이



자료: 한국은행, 한화투자증권 리서치센터

원/위안 환율 추이



자료: 한국은행, 한화투자증권 리서치센터



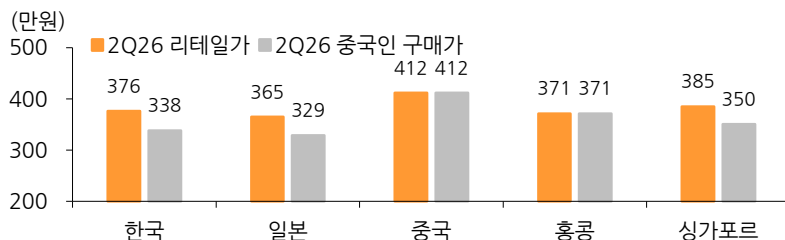
외국인 모멘텀은 구조적 원화 강세 영향. 일시적일 것

[한화리서치센터]

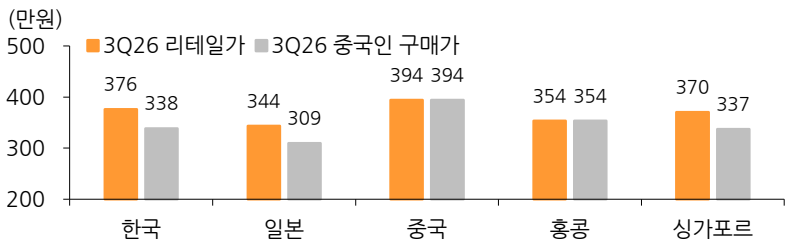
❖ 원화 강세에 따른 일시적 영향이 불가피하나, 장기적으로는 우려요인이 아니라 판단

- 원화 강세에 따라 한국의 상대적 가격 메리트가 일시적으로 하락한 것은 사실. 2Q26 기준 중국인 관광객 기준 한국의 가격 메리트가 30% 수준이었다면, 최근 원화 강세로 20%로 축소되었음
- 다만 럭셔리 기업의 글로벌 가격 리밸런싱이 진행되기 때문에 그 영향은 짧으면 1개 분기, 길면 2개 분기일 것. 일반적으로 럭셔리기업은 1년에 2~3번 가격인상을 진행. 소비자 입장에서는 가격인상이나, 럭셔리 입장에서는 환율 변동 등을 감안한 글로벌 가격 리밸런싱 측면이 강함. 1년에 2~3번 가격인상을 진행한다는 것은 달리 말하면 가격 리밸런싱의 주기가 4~6개월이라는 것. 이 때문에 환의 변동은 단기적인 영향에 지나지 않음

아시아 명품 가격 비교(2Q26)



아시아 명품 가격 비교(현재)



주: 2Q26 = 5/27, 3Q26 = 9/2 기준
자료: LOUISVUITTON, 한화투자증권 리서치센터

에르메스, 지난 24년 엔저 대응에 따라 일본가격 차별적 인상

Hermes raised prices by around 7% globally last year to account for higher production costs, with the exception of the U.S., where increases were around 3%, and Japan, where they were in the double digits due to currency fluctuations.

자료: Reuters, 한화투자증권 리서치센터



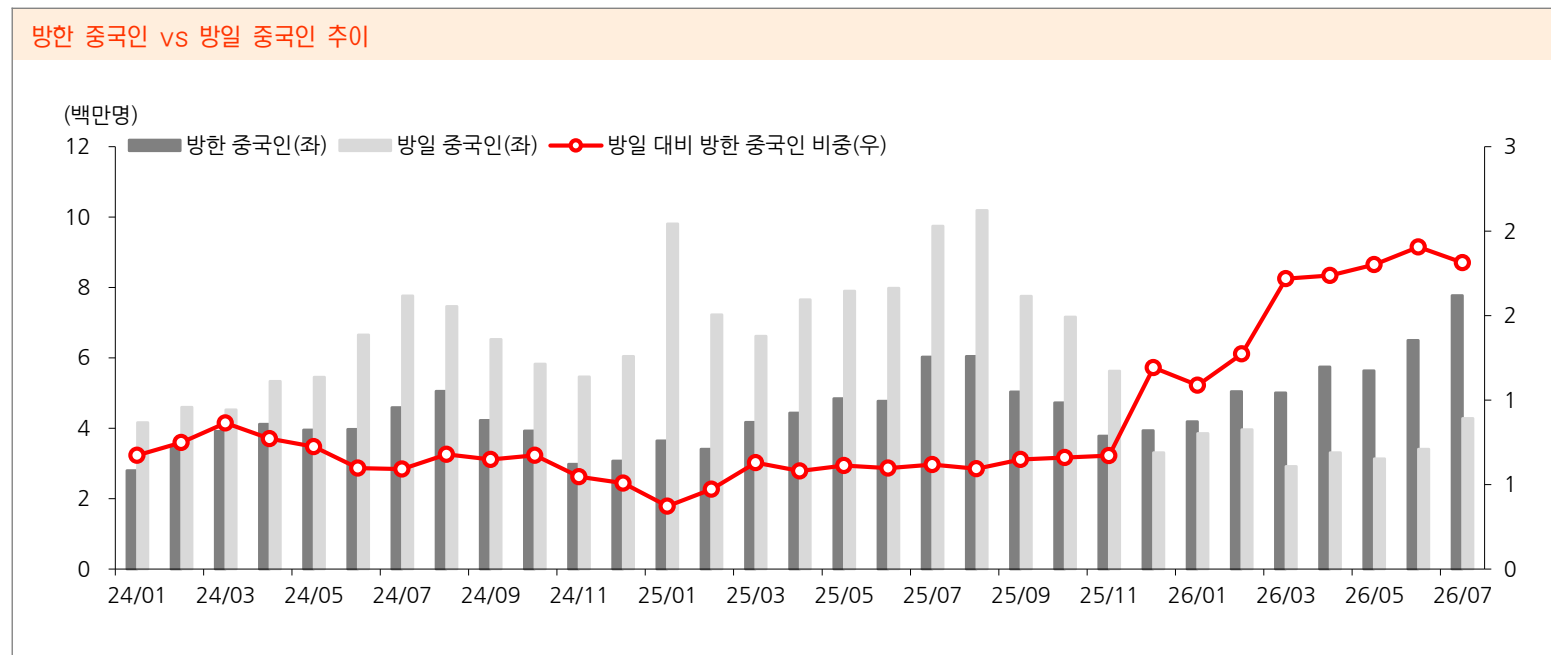
외국인 모멘텀은 구조적 가격 매력 이전에 지정학적 수혜

[한화리서치센터]

❖ 올해부터 인바운드 모멘텀이 부각된 것은 가격적 메리트 이전에 지정학적 관점에서의 수혜

- 중국 대비 가격적 메리트가 나타난 것은 하루 이틀 일이 아니나 중국인의 쇼핑 수요는 지난해까지 관성적으로 일본으로 향하였음. 지난해 연말부터 우리나라로 방향키를 돌린 것인데, 결국 중일관계 악화에 따른 한일령의 영향
- 원화 강세에 따른 가격 매력 일부 축소에도 일본을 대체할 수 있는 아시아 내 국가는 한정적인 상황. 중일관계가 개선되지 않는다면 그 수혜는 지속. 다만, 중일관계 악화는 미중 패권 전쟁의 대리전 성격이 강하기에 쉬이 해소될 이슈가 아님은 분명

방한 중국인 vs 방일 중국인 추이



자료: 관광지식정보시스템, JNTO, 한화투자증권 리서치센터



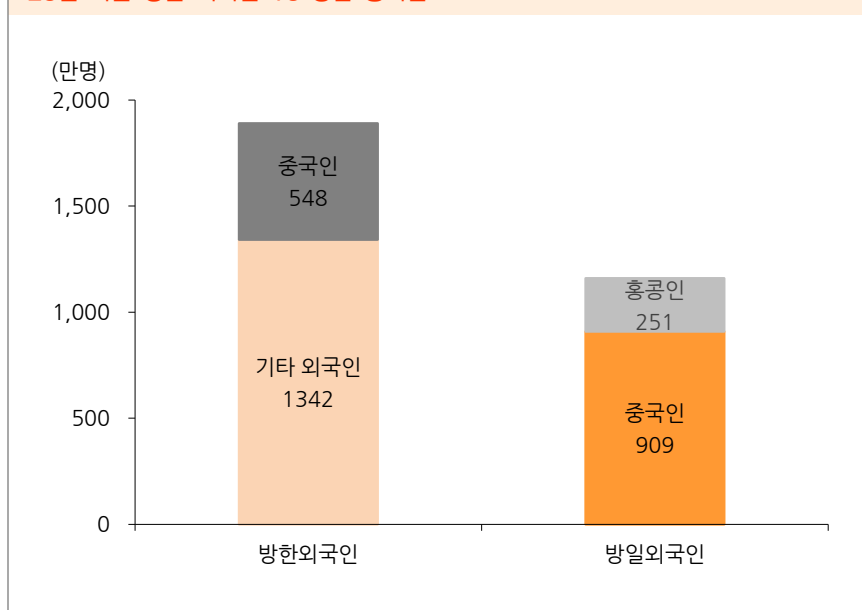
외국인 모멘텀은 구조적 외국인 매출 비중은 매년 점프업

[한화리서치센터]

❖ 외국인 매출 비중은 장기간 성장하며, 백화점 사이클을 상향시켜줄 전망

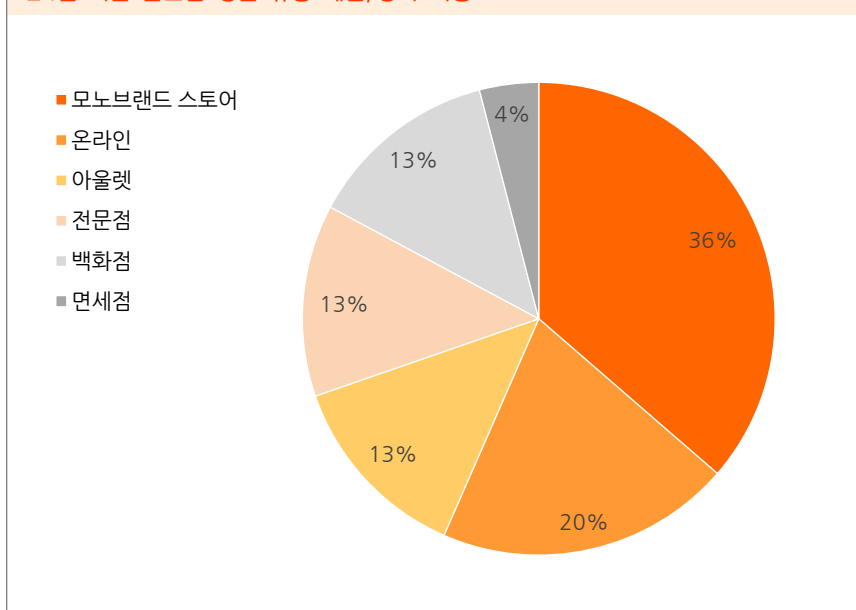
- 25년 기준 1,000만명에 육박하는 방일 중국인(참고. 25년 방한 외국인 1,870만명)을 수용할 수 있는 항공편/숙박시설 등의 인프라가 충분히 준비되지 못했기 때문에 인바운드 병목이 형성되고 있음. 초과 수요에 대응한 인프라 공급 확대가 곧 인바운드 관광객 성장인 상황이 장기간 지속될 것으로 전망
- 여기에 더해 구조적으로 럭셔리류 유통 구조가 우리나라는 글로벌 스탠다드와 달리 백화점에 편중되어 있음. 때문에 인바운드 쇼핑 수요가 백화점으로 유입되는 강도가 다른 나라 대비 높을 수밖에 없을 것
- 일본 백화점의 외국인 매출 비중 상단인 15%는 충분히 초과달성 가능할 전망이며, 최소 28년까지 비중 확대 가능할 것으로 전망

25년 기준 방한 외국인 vs 방일 중국인



자료: JNTO, 한화투자증권 리서치센터

24년 기준 글로벌 명품 유통 채널/형식 비중



자료: Bain&Company, 한화투자증권 리서치센터





외국인 모멘텀은 구조적 명품이 다는 아니다

[한화리서치센터]

❖ 다양해진 한국의 쇼핑 콘텐츠

- 한국의 아시아 패션 시장 내 입지가 달라지면서 한국의 쇼핑 콘텐츠도 다양해지고 있음. 과거 해외 유명 패션 브랜드가 아시아에 진출하는 순서는 일본 또는 홍콩에 우선 진출한 이후 한국에 진출하는 모습을 보였으나, 최근에는 한국에 우선 진출하는 브랜드들도 늘어나고 있음. 이 같은 브랜드 진출은 아시아 인바운드 관광객의 수요를 자극하는 쇼핑 콘텐츠로 자리매김. 대표적인 것이 알로요가. 언론 상에서는 알로의 백화점 매출액을 월 10~15억 추정. 한섬이 연말 전개할 스킵스도 알로와 같은 콘텐츠 역할을 수행할 것으로 예상
- 젠틀몬스터, 코오롱스포츠, 아더에러, 3마 등 캐주얼 K패션 브랜드의 확산도 쇼핑 콘텐츠 다양화에 영향을 주고 있음

롯데본점 알로 매장의 웨이팅 현황



자료: 구글, 한화투자증권 리서치센터

연말 한섬이 전개할 스킵스(서울과 홍콩이 아시아 첫 매장)

서울과 홍콩, 동시에 낙점됐다...스킵스가 고른 아시아 첫 매장지

김 카다시안 스킵스, 국내 1호점은 도산공원...한섬과 독점 계약



자료: 언론자료, 한화투자증권 리서치센터

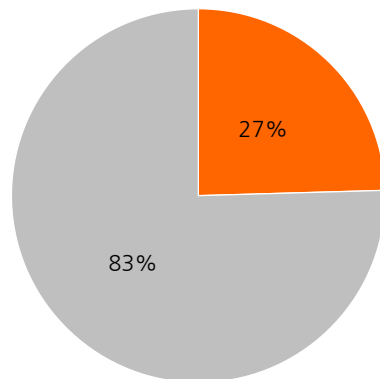


외국인 모멘텀은 구조적 명품이 다는 아니다

[한화리서치센터]

롯데백화점 외국인 구매 브랜드 TOP 15 중 K패션 비중

■ K-패션 브랜드
■ 타 브랜드



주: 고객 수 기준 / 자료: 롯데멤버스, 한화투자증권 리서치센터

젠틀몬스터 매장



자료: 구글, 한화투자증권 리서치센터

아더에러 매장



자료: 구글, 한화투자증권 리서치센터

마뎡킴 매장



자료: 구글, 한화투자증권 리서치센터



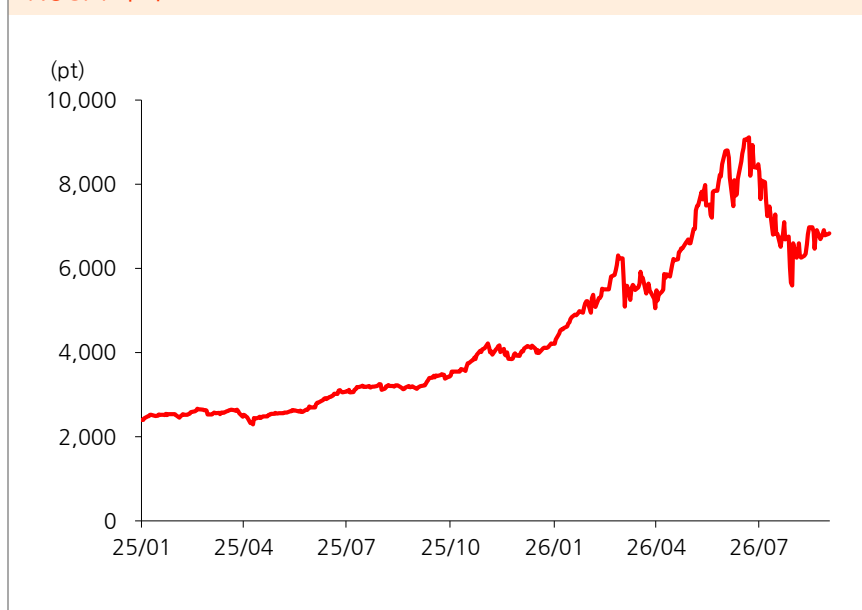
내수 소비 성장도 구조적 자산 효과 위축에 대한 우려

[한화리서치센터]

❖ 지난 7월 주가 조정의 핵심은 증시 조정에 따른 자산효과 위축에 따른 우려

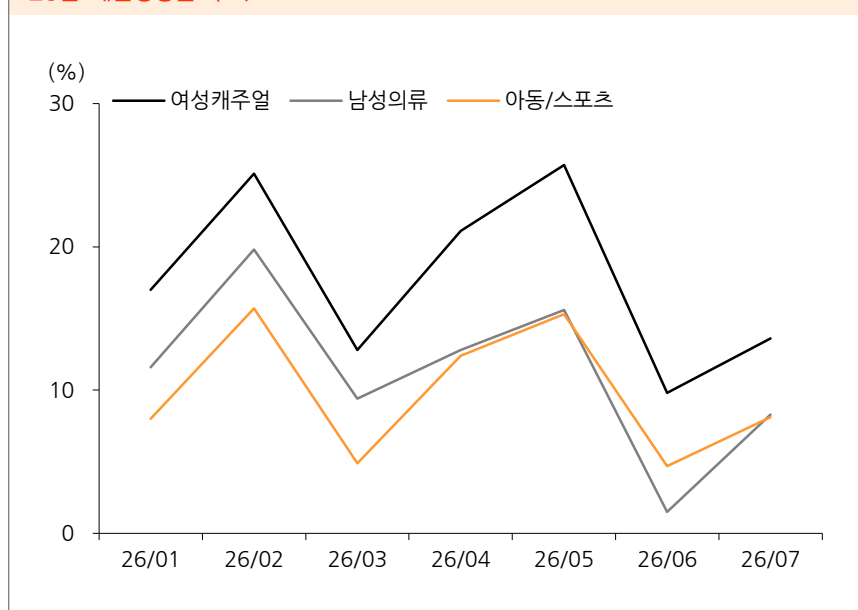
- 6월 백화점 성장률은 견조했으나, 시장의 우려는 패션 성장률 둔화
- 상반기 두 자릿수 성장세를 이어오던 패션 성장률이 6월부터 한 자릿수 성장으로 둔화되는 모습
- 패션 카테고리의 경우, 명품 카테고리보다는 중산층 이하 소비 집중도가 높은 카테고리. 때문에 패션 성장률의 급격한 둔화가 주식시장의 조정에 따른 소비 여력 악화를 의미하는 것은 아닌지에 대한 시장의 우려가 커짐

KOSPI 추이



자료: Quantiwise, 한화투자증권 리서치센터

26년 패션성장률 추이



자료: 산업자원통상부, 한화투자증권 리서치센터



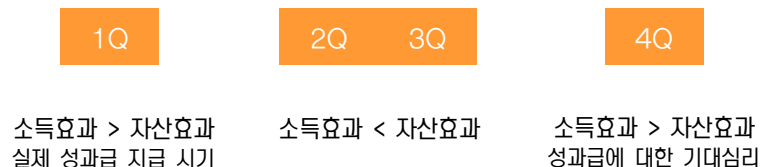
내수 소비 성장도 구조적 4분기 소득 효과 부각 전망

[한화리서치센터]

❖ 3Q : 자산효과 > 소득효과 vs. 4Q : 소득효과 > 자산효과

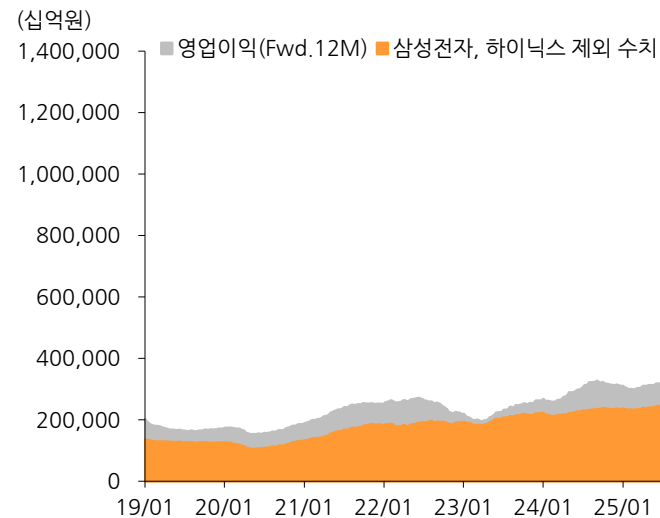
- 현재의 소득 증가는 성과급 중심으로 나타나고 있음. 때문에 소득 효과는 1Q에 집중되는 모습
- 4Q에는 향후 수취하게 될 소득에 대한 기대 심리가 소비 심리를 자극
- 성과급의 공백기인 3Q까지는 자산효과가 우위인 구간이기에 내수 소비에 대한 시장의 우려가 쉽게 진정되기 어려울 수 있으나, 소득효과가 강화되는 4Q 내수 소비에 대한 우려가 해소될 수 있을 것으로 전망

분기별 소비에 영향을 미치는 주요 요인



자료: 한화투자증권 리서치센터

KOSPI 12MF 영업이익 컨센서스 추이



자료: Quantwise, 한화투자증권 리서치센터

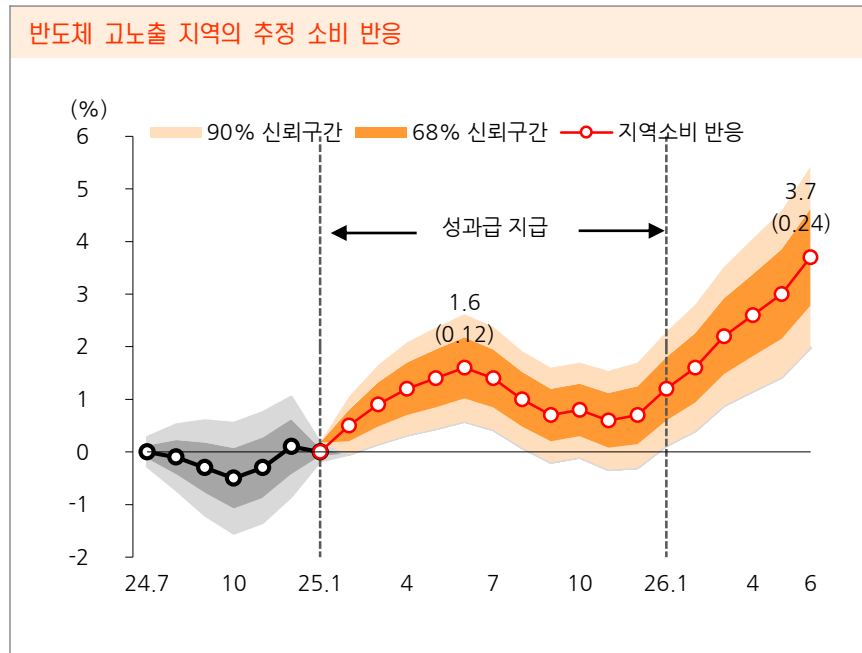


내수 소비 성장도 구조적 VIP가 늘어난다

[한화리서치센터]

❖ VIP가 절대적 매출을 책임지는 백화점의 VIP 수가 확대될 것을 기대

- 일반적으로 백화점은 상위 VIP 10%가 전체 매출의 70%를 차지한다고 알려져 있음. 현 시점에서는 특정 집단(반도체기업 근로자)에 국한된 소득 증가이기에 그 효과가 얼마나 크겠냐는 시장의 일부 우려가 있으나, 기존 백화점도 소수 VIP가 주도했으며, 금번 반도체 기업의 대규모 성과급으로 절대적 VIP 수가 늘어나는 효과를 기대해볼 수 있을 것이라 판단
- 한국은행이 지난 8월 반도체 호황 수혜지역의 소비 데이터를 미시적으로 분석한 결과에서 반도체 종사자가 많은 지역일수록 성과급 지급 이후 소비가 뚜렷하게 증가하는 모습을 보였으며, 자동차와 고가 재량소비재(백화점 등) 등 소득 변화에 민감한 소비가 상대적으로 강하게 증가하는 모습을 보였음



주: 1) 반도체 노출도 1%p당 추정 효과에 전국 상위 3개 지역 평균 노출도(4.9%)를 적용, 수치는 비노출 지역 대비 소비 증가폭
2) 괄호 안 숫자는 전국 평균노출도(0.3%) 적용
자료: 한국은행, 한화투자증권 리서치센터

반도체 고노출 지역 품목별 카드사용액 상대강도 (단위 : %p)

품목/지역	이전	청주 홍덕	화성	평택	용인 기흥
전체	-0.3	2.5	2.6	-0.4	-0.8
자동차	0.2	0.5	0.6	0.3	0.5
고가재량	0.5	0.5	0.2	-0.2	0.2
온라인	0.2	1.2	1.2	0.6	0.0
외식	-0.6	0.0	0.1	-0.3	-0.3
생활소비	-0.2	0.2	0.2	-0.3	-0.5
여가문화	-0.1	0.0	0.0	-0.0	-0.1
의료 교육	-0.4	-0.0	-0.1	-0.3	-0.1
연료	0.2	0.1	-0.0	0.1	-0.3
기타	-0.2	0.1	0.3	-0.2	-0.2

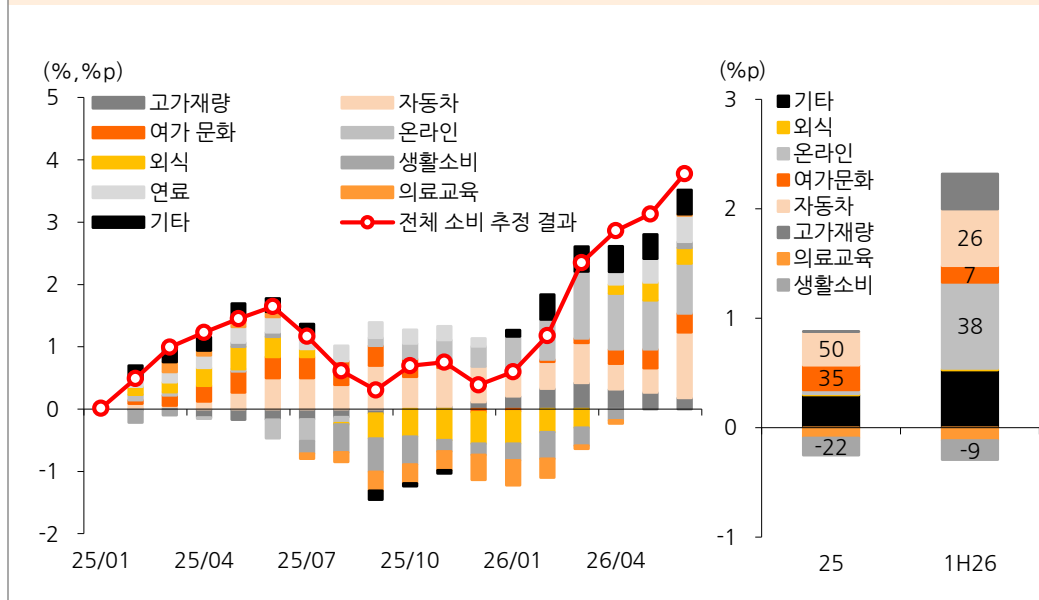
주: 전국대비
자료: 한국은행, 한화투자증권 리서치센터



내수 소비 성장도 구조적 VIP가 늘어난다

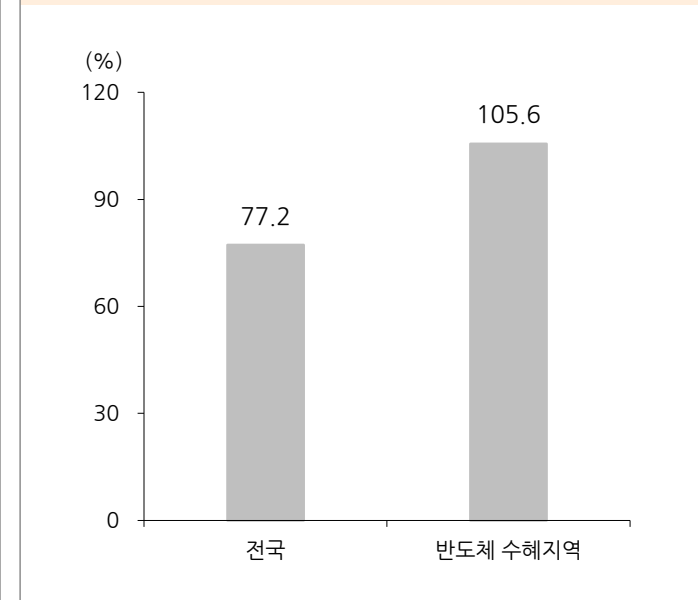
[한화리서치센터]

분기별 주요 소비에 영향을 미치는 요인



주: 1) 반도체 노출도 1%p당 추정 효과에 전국 상위 3개 지역 평균노출도(4.9%)를 대입하여 산출. 실선은 전체소비 추정 결과
2) 막대 안 숫자는 총 소비에 대한 기여율(%)
자료: 한국은행, 한화투자증권 리서치센터

전국vs반도체 수혜지역 26년 1~6월 중 테슬라 월평균 인도량



주: 이천시, 화성시, 청주 흥덕구, 용인 기흥구, 평택시 평균
자료: 한국은행, 한화투자증권 리서치센터



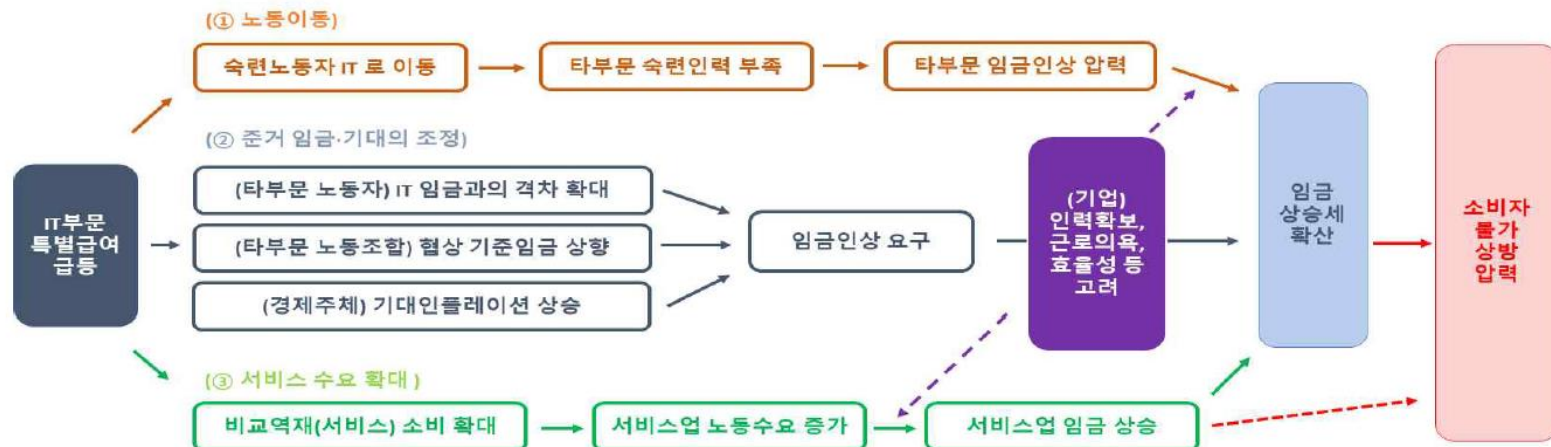
내수 소비 성장도 구조적 장기적으로는 구조적 소득 성장

[한화리서치센터]

❖ 근로소득의 구조적 성장에 따라 내수 소비는 구조적으로 성장할 전망

- 현재는 삼성전자와 SK하이닉스 등 일부 업종에 한정된 소득 증가이지만, 그 파급효과(근로자 반발, 인력 수급, 고용 기여도 등)가 전방위적으로 나타날 개연성 높음. 이 때문에 우리나라의 구조적 고용 확대 및 임금 상승 가능성 대두
- 소득 규모의 확대는 소비 규모의 구조적 확대를 의미

IT부문 특별급여 상승이 여타 부문 임금상승을 통해 물가로 파급되는 경로



자료: 한국은행, 한화투자증권 리서치센터



내수 소비 성장도 구조적 자본소득도 기대

[한화투자증권 리서치센터]

❖ 자본소득 증가도 소비 확대를 뒷받침

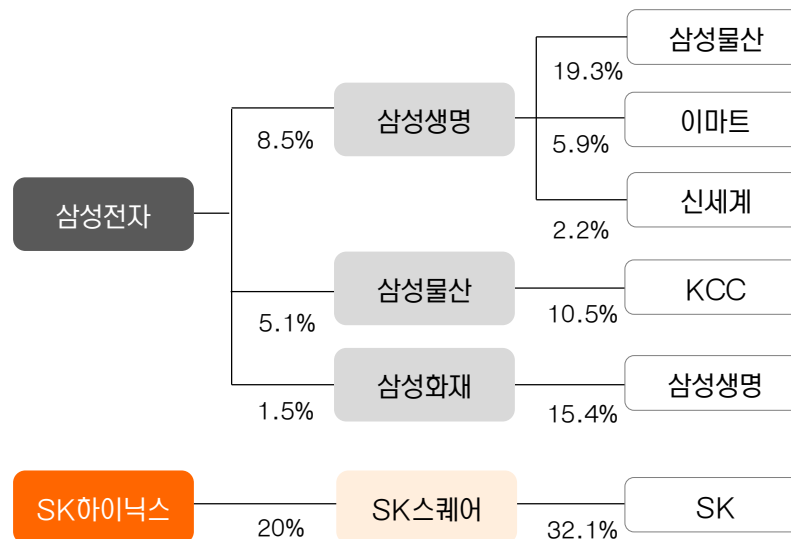
- 근로소득 외에도 자본소득 증가 가능성에도 주목할 필요가 있다고 판단됨. 삼성전자 FCF의 50%(26년 90조원 ~ 110조원 규모), SK하이닉스는 FCF의 50% 이상의 주주환원 계획을 발표. 삼성전자의 개인투자자 비중은 16%, SK하이닉스는 10% 수준으로 추정되는데, 향후 배당과 자사주 매입/소각의 비중을 지켜봐야겠으나, 삼성전자가 70%, SK하이닉스가 50% 배당으로 주주환원을 할 경우, 개인투자자가 확보하게 되는 배당소득은 약 15조원 수준
- 직접적 배당소득 외에도 펀드 분배금, 삼성전자/SK하이닉스의 주주환원 확대에 따른 지분 보유기업의 배당 연계 확대 등까지 감안할 경우, 자본소득 규모는 커질 수 있을 것

삼성전자 주주환원정책 공시

- 2026년 주주환원 예상 규모 및 시행 방안
 - 2026년 경영실적 및 투자 등에 따라 변동 가능하나, 2026년 주주환원 잔여 재원(3년간 총 FCF 50%에서 2024~2025년에 시행한 29.3조원 차감)은 약 90~110조원 규모로 예상
- * 3년간 총 FCF 산정 시
 - 보증금 성격의 메모리 제품 LTA(장기공급계약) '선수금' 및 임직원 성과급 주식보상 관련 지출액은 차감
- 2026년 3분기에는 정규 분기배당을 포함해 30조원 내외 규모의 현금배당을 시행할 계획으로 2026년 10월말 개최될 이사회에서 구체적인 내용을 확정할 예정
- 2026년 결산 후 2027년 1월말 개최 예정인 이사회에서 나머지 주주환원의 규모 및 구체적인 시행 방안을 최종 결정하여 별도 발표할 계획
- 나머지 주주환원은 현금배당과 자사주식 매입/소각을 종합적으로 고려하여 시행 예정

자료: 전자공시시스템, 한화투자증권 리서치센터

삼성전자, SK하이닉스 지분 보유기업



자료: 각 사, 한화투자증권 리서치센터



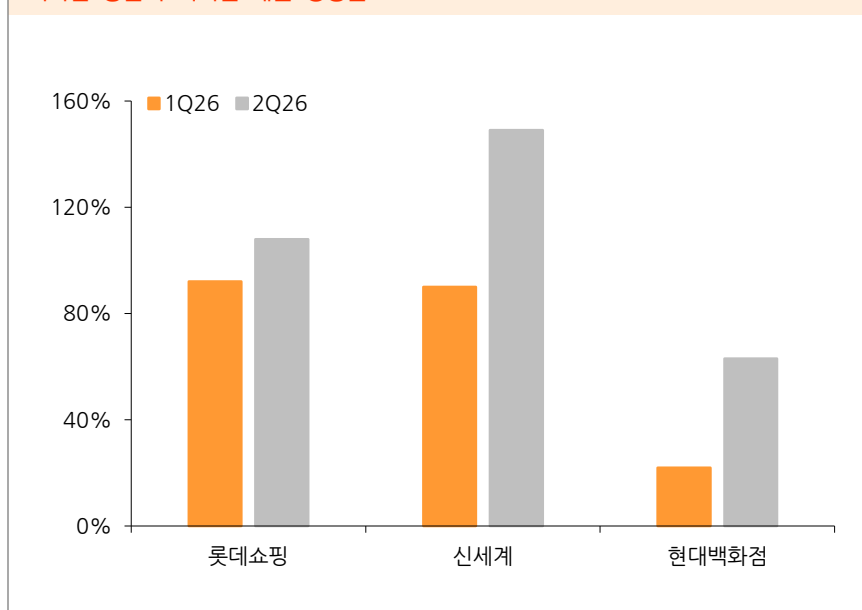
백화점 내 우선순위 여전히 중요한 명동/부산 입지

[한화리서치센터]

❖ 인바운드 관점에서 명동/부산입지의 중요성은 여전

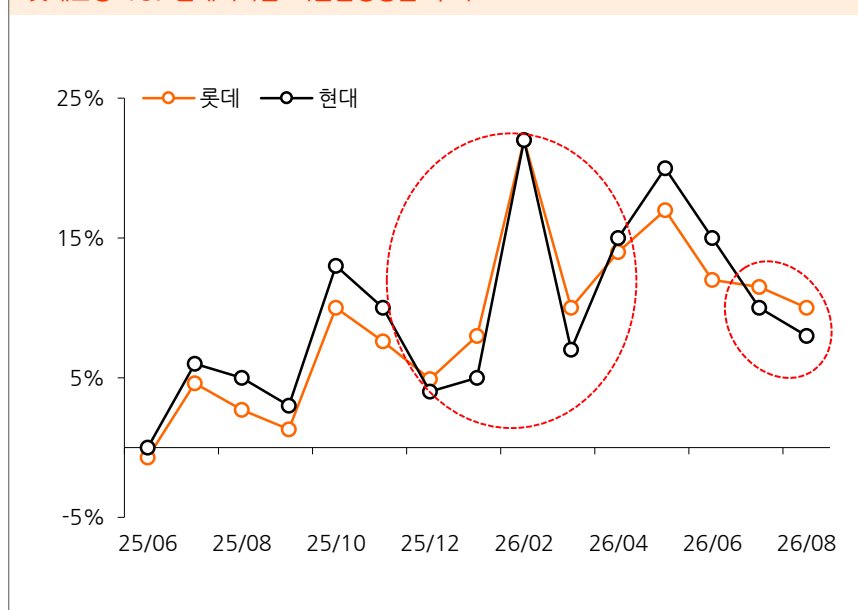
- 올해부터 유입된 인바운드 관광객의 방한 목적성이 쇼핑에 있기 때문에 폴스택(백화점, 면세점, 플래그십스토어)으로 갖춰진 서울 내 명동상권에 대한 집중도가 크게 나타나고 있음. 또한 서울은 관광 인프라 쏠티지를 보이는 데 반해 가동률의 여유로 우선적 대안으로 부각되고 있는 부산의 인바운드 관광객 증가 속도가 차별화될 것. 때문에 명동과 부산의 입지 중요성은 당분간 지속
- 명동과 부산에 대형 플래그십 점포를 보유하고 있는 롯데쇼핑과 신세계의 외국인매출 성장률이 당분간 차별화될 수 밖에 없을 전망. 2분기 수요가 명동에서 강남 등 상권으로 확산되는 모습이 나타났지만, 그럼에도 우선순위는 명동/부산에 있음

백화점 상반기 외국인 매출 성장률



자료: 각 사, 한화투자증권 리서치센터

롯데쇼핑 vs. 현대백화점 기존점성장률 추이



자료: 각 사, 한화투자증권 리서치센터



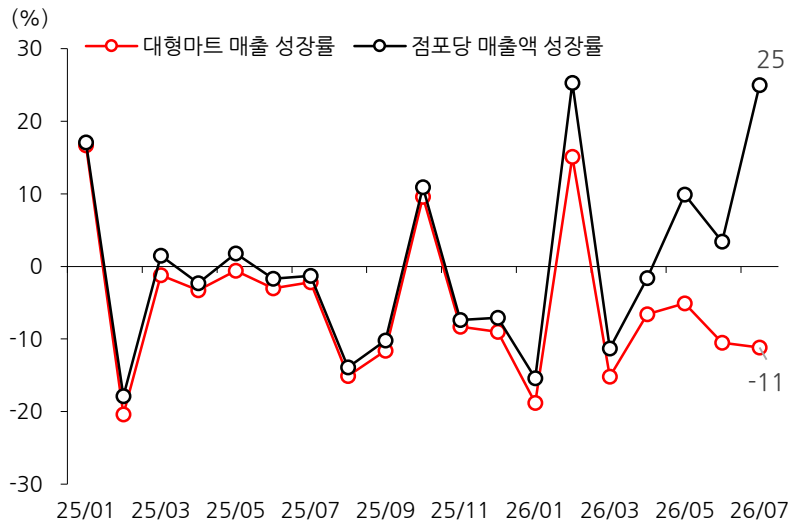
백화점 내 우선순위 백화점 외 사업부 비교 ①대형마트

[한화리서치센터]

❖ 대형마트, 홈플러스 반사이익 본격화

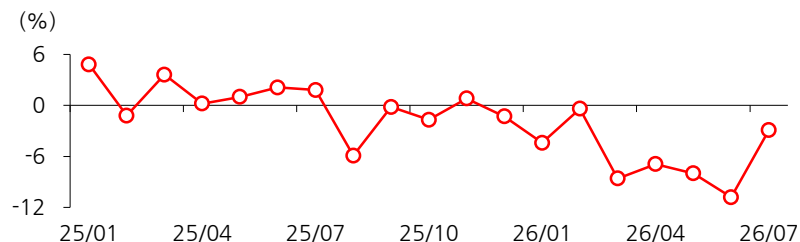
- 2분기부터 대형마트 매출증가율과 대형마트 점포당 매출증가율 간 괴리가 점진적으로 발생하기 시작하더니, 지난 7월 데이터에서는 대형마트 산업 매출증가율은 -11% YoY로 부진한 데 반면, 점포당 매출증가율은 +25% YoY를 기록
- 이는 홈플러스의 영향으로 산업 전체의 매출은 부진하나, 그 반사효과로 인해 경쟁사의 점포당 매출이 확대된 것을 반영한 데이터로 해석해볼 수 있음
- 대형마트 외의 SSM과 온라인 식품 카테고리의 매출 데이터에는 특이사항이 확인되지 않고 있음. 이는 그로서리 수요도 세분화되어 있기 때문에 대형마트의 수요는 대형마트로 이동하고 있음을 방증. 따라서 홈플러스의 이탈 수요 중 대형마트 경쟁사의 흡수율이 상대적으로 높을 것

대형마트 매출증가율 vs. 대형마트 점포별 매출증가율 추이

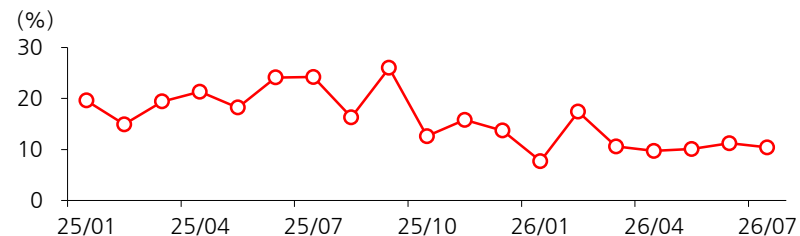


자료: 산업자원통상부, 한화투자증권 리서치센터

SSM 매출증가율



온라인 식품 매출증가율



자료: 산업자원통상부, 한화투자증권 리서치센터



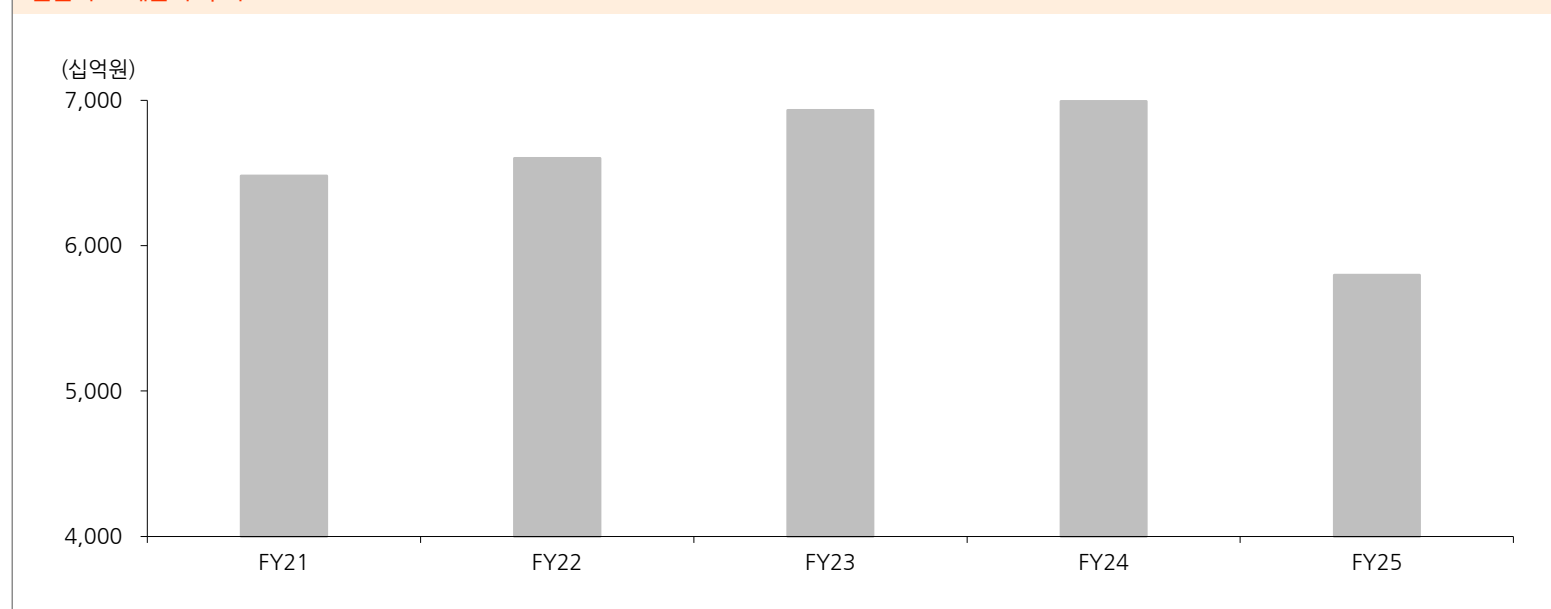
백화점 내 우선순위 백화점 외 사업부 비교 ① 대형마트

[한화리서치센터]

❖ 홈플러스 반사이익의 강도는?

- 홈플러스 반사이익의 강도는 홈플러스 이탈 수요에 대한 흡수율에 따라 달라질 것으로 전망
- 홈플러스의 SSM 제외 시 정상 매출액은 6조원 수준으로 파악됨. 이 중 30%를 흡수할 경우, 약 2조원의 매출이 확보될 수 있음. 공헌 이익률이 20%라고 가정할 경우, 영업이익 증분은 4,000억원 수준으로 기대
- 여기에 더해 제조사향 바잉파워가 증가한다는 점도 긍정적. 대형마트 업태 내에서 이마트와 롯데마트의 영향도가 자연스럽게 커질 수 밖에 없기에, 제조사와의 협상력이 확대될 수 있으며 이는 GPM의 상승 효과를 기대케 함

홈플러스 매출액 추이



주: 2월 결산법인. '15'는 2015년 3월~2016년 2월(2015 회계연도) 기준
자료: 전자공시시스템, 한화투자증권 리서치센터





백화점 내 우선순위 백화점 외 사업부 비교 ① 대형마트

[한화리서치센터]

❖ 홈플러스 회생계획안 인가. 대세에 지장 없을 것

- 지난 9월 2일, 회생법원은 홈플러스의 회생계획안을 인가. 인가 이후 영업을 진행하며, 계획안에 따라 채무를 변제하게 됨
- 회생계획안 인가 결정으로 경쟁사의 수혜 강도 축소 가능성은 제한적이라 판단. 홈플러스의 제한적인 운전자본으로 경쟁력이 위축된 사실이 변한 것은 아니기 때문
- 또한 홈플러스는 향후 미국의 트레이더조 형태로 운영하겠다는 전략을 발표. 영업면적을 축소(600~1,000평)하고 PB 중심으로 운영을 하겠다는 것. 이는 정상화가 된다 하더라도 더 이상 홈플러스가 대형마트의 경쟁자가 아니라 이마트의 노브랜드 전문점화된다는 것을 의미

트레이더조 모델을 꺼내든 홈플러스

'한국판 트레이더 조' 꿈꾸는 홈플러스...PB 경쟁력 '의문표'



진광찬 기자 입력 2026.07.24 11:40

휴업점포 67곳에 PB 중심 '트레이더 조' 모델 도입
노브랜드 등 경쟁치열... '심플러스' 유인책 부족 지적
납품대금 지연 여파 지속... 협력업체 신뢰회복 변수

[아이뉴스24 진광찬 기자] 홈플러스가 미국 자체브랜드(PB) 전문 유통업체인 '트레이더 조'를 벤치마킹한 사업모델을 내놴. 전통적인 대형마트 영업방식에서 벗어나 PB상품 판매비중을 대폭 확대함으로써 임시휴업 중인 핵심점포 67곳의 영업을 재개하겠다는 구상이다.

자료: 언론자료, 한화투자증권 리서치센터



백화점 내 우선순위 백화점 외 사업부 비교 ② 면세점

[한화리서치센터]

❖ 수익성 개선은 확인했고, 이제는 그 다음을 보여줄 차례

- 호텔신라와 신세계는 시내점 할인율 축소 및 인천공항 DF1/DF2 사이트 철수에 따른 수익성 개선을 상반기 보여주었으며, 현대백화점은 상대적으로 낮은 임대료에 DF2 사이트를 확보하여 운영 초기 BEP를 기록함은 물론 공항점과 시내점과의 시너지로 시내점 바잉파워 확대가 나타나고 있음. 상반기 전반적으로 면세점의 이익체력을 확인했다는 점이 긍정적
- 안정적 이익 체력을 확인한 것에 더해 향후 필요한 것은 외형 성장이라 판단. 인바운드 성장의 수혜를 받고 있는 채널임을 확인할 필요가 있기 때문. 면세점업을 통한 밸류에이션 확장을 위해선 여기에 더해 인바운드 관광객 성장률을 상회하는 성장률을 보여줄 필요가 있음
- 지난 7월 면세점 매출액(달러 기준)은 +6% YoY 성장 기록. 이 중 외국인 매출액(달러 기준)은 +18% YoY 기록했다는 점이 고무적. 내국인 매출이 -21% YoY로 부진했으나, 원/달러 환율이 안정화되고 있다는 점이 긍정적. 참고로 원화 기준으로는 +16% YoY 성장 기록

면세점 사업자별 상반기 영업이익



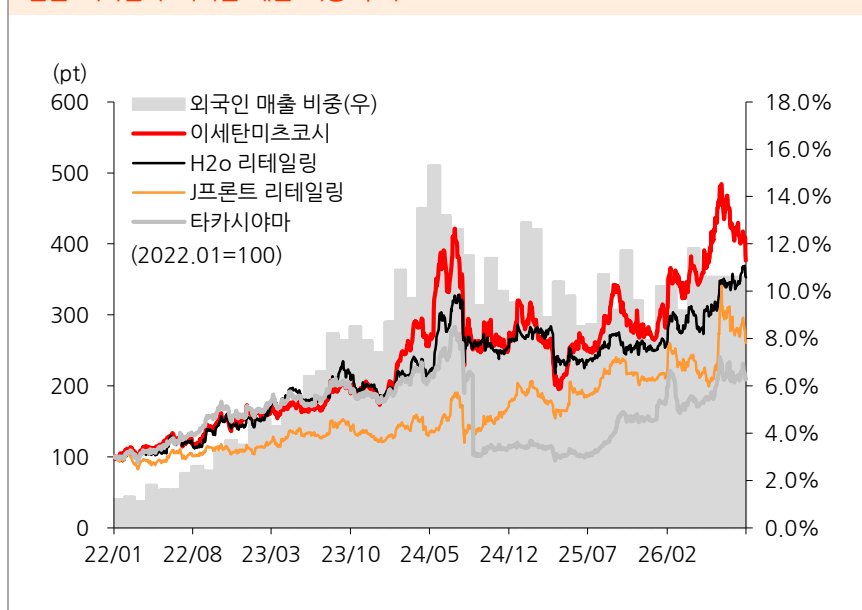
일본 백화점 동향 업데이트 견조해서 억울한...

[한화리서치센터]

❖ 내수/인바운드 모두 일본보다 강한데, 억울한 한국 백화점...

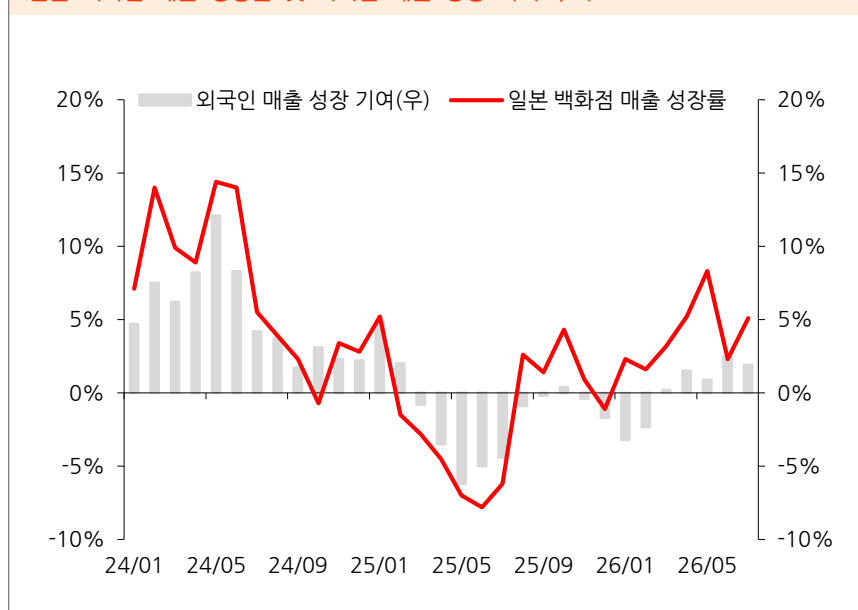
- 일본 역시 7월 증시 조정을 겪었음에도 일본 백화점 주가는 50% 수준의 주가 조정을 받은 우리나라 백화점 대비해서는 상대적으로 견조한 모습을 보여주고 있음
- 26년 일본 백화점 기준점성장률은 LSD~MSD 수준으로 우리나라 백화점의 두 자릿수 성장 대비 낮은 수준 유지 중에 있음

일본 백화점과 외국인 매출 비중 추이



자료: Bloomberg, 일본백화점협회, 한화투자증권 리서치센터

일본 백화점 매출 성장률 및 외국인 매출 성장 기여 추이



자료: 일본백화점협회, 한화투자증권 리서치센터



투자전략

[한화리서치센터]

❖ 백화점은 내외부적 요인에 의해 장기 구조적 성장 중에 있음. 장기적 관점에서 비중확대 유효

- 백화점은 소득 주도의 내수소비 강세(소비 양극화), 지정학적 수혜 및 K컬처에 대한 글로벌 관심 확대 등에 따른 외국인 인바운드 수요 유입 등 두 가지 축에서 장기 구조적 성장 국면에 진입하였음. 특히 외국인 인바운드 수요 유입은 백화점의 사이클 상향을 이끌고 있음. 때문에 장기적 관점에서 비중 확대 전략이 유효할 것이라 판단

- 단기적으로는 ROE 전망치가 주가의 방향성을 결정할 것으로 예상. 기저가 두 자릿수 수준으로 확대되는 4분기 성장률이 확인되는 것이 중요할 것. 4분기 성장률이 견조할 경우, 27년 전망치 상향에 따라 ROE 전망치 상향이 기대되기 때문

- 최선호주로는 롯데쇼핑을 유지. 백화점의 구조적 성장과 명동/부산 입지 내 플래그십 백화점을 보유하고 있다는 상대적 매력도 및 대형마트의 업계 구조조정에 따른 반사이익의 수혜까지 기대해볼 수 있기 때문

유통업종 커버리지 밸류에이션									
기업	시가총액 (십억원)	주가		P/E(배)		P/B(배)		ROE(%)	
				26E	27E	26E	27E	26E	27E
롯데쇼핑 (023530)	2,979	목표주가(원)	200,000	6.4	5.2	0.2	0.2	3.0	3.6
		현재주가(원)	105,300						
신세계 (004170)	3,584	목표주가(원)	690,000	7.5	6.9	0.7	0.7	9.3	9.3
		현재주가(원)	379,500						
현대백화점 (069960)	2,040	목표주가(원)	190,000	6.8	6.4	0.4	0.4	6.4	6.5
		현재주가(원)	94,600						
이마트 (139480)	2,037	목표주가(원)	100,000	127.5	6.8	0.2	0.2	0.1	2.6
		현재주가(원)	73,800						
GS리테일 (007070)	2,145	목표주가(원)	32,000	9.0	8.2	0.6	0.6	7.0	7.3
		현재주가(원)	25,650						
BGF리테일 (282330)	2,603	목표주가(원)	210,000	11.9	9.7	1.8	1.6	15.8	17.3
		현재주가(원)	150,600						
호텔신라 (008770)	1,641	목표주가(원)	75,000	15.0	9.8	1.4	1.2	9.0	12.4
		현재주가(원)	41,800						

주: 9/3 기준

자료: Quantiwise, 한화투자증권 리서치센터

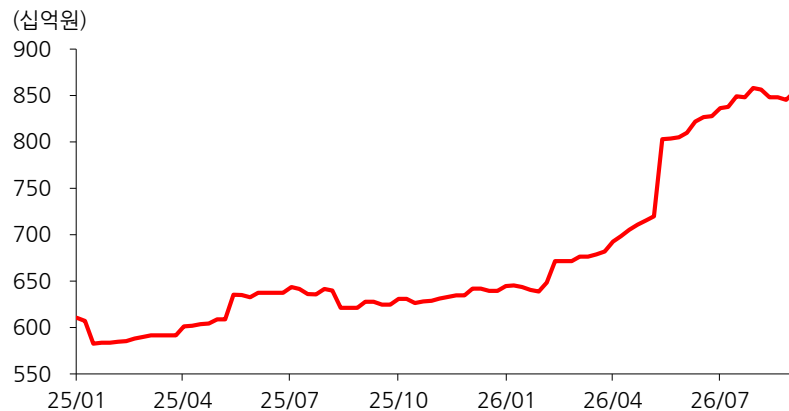




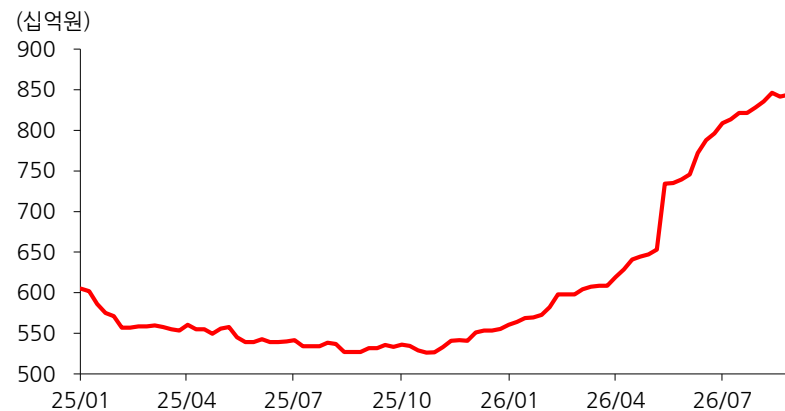
영업이익 컨센서스(12MF) 추이

[한화리서치센터]

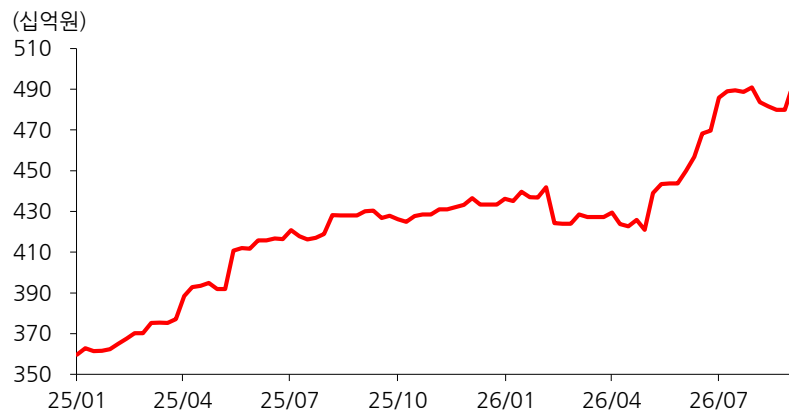
롯데쇼핑 영업이익 컨센서스 추이



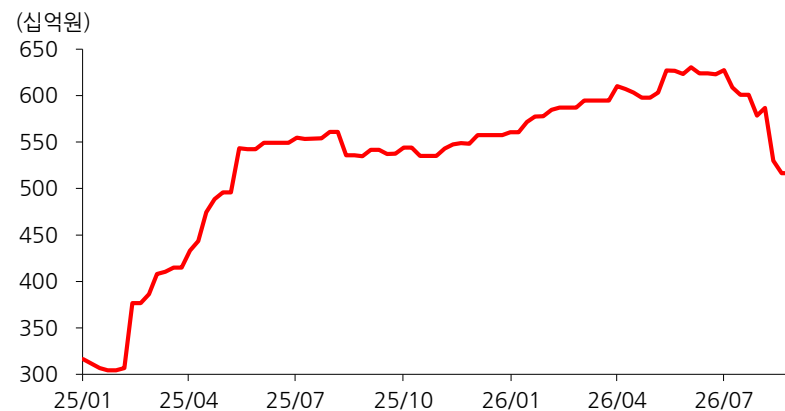
신세계 영업이익 컨센서스 추이



현대백화점 영업이익 컨센서스 추이



이마트 영업이익 컨센서스 추이



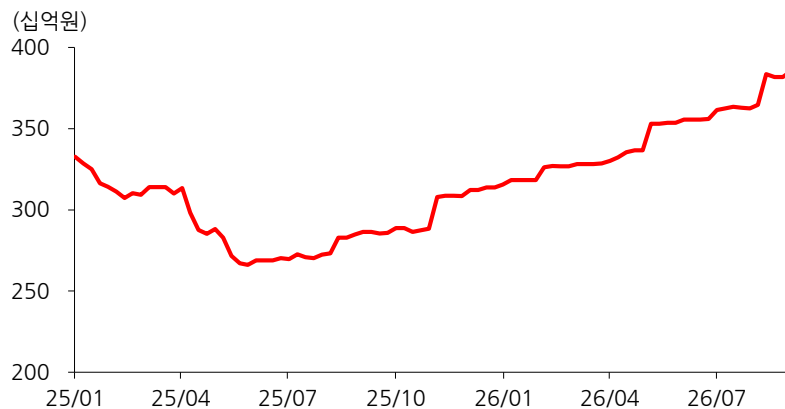
자료: Quantiwise, 한화투자증권 리서치센터



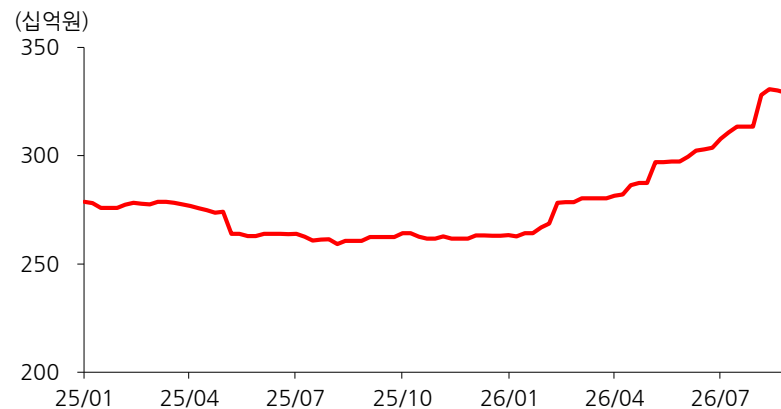
영업이익 컨센서스(12MF) 추이

[한화리서치센터]

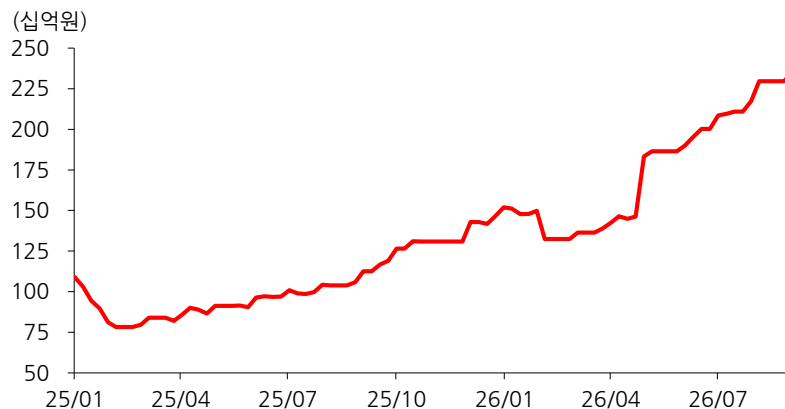
GS리테일 영업이익 컨센서스 추이



BGF리테일 영업이익 컨센서스 추이



호텔신라 영업이익 컨센서스 추이



자료: Quantiwise, 한화투자증권 리서치센터

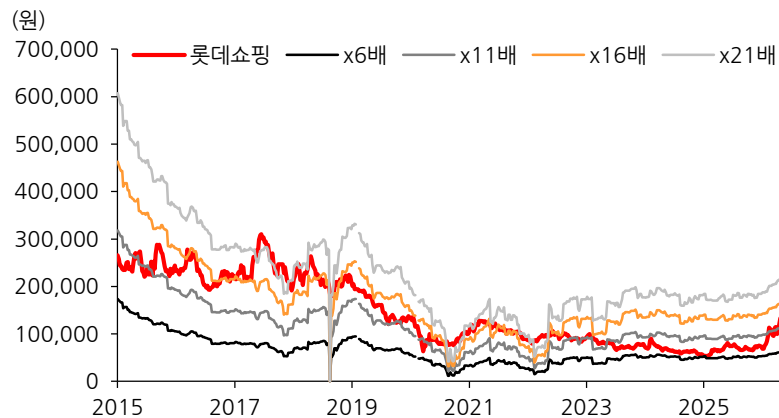




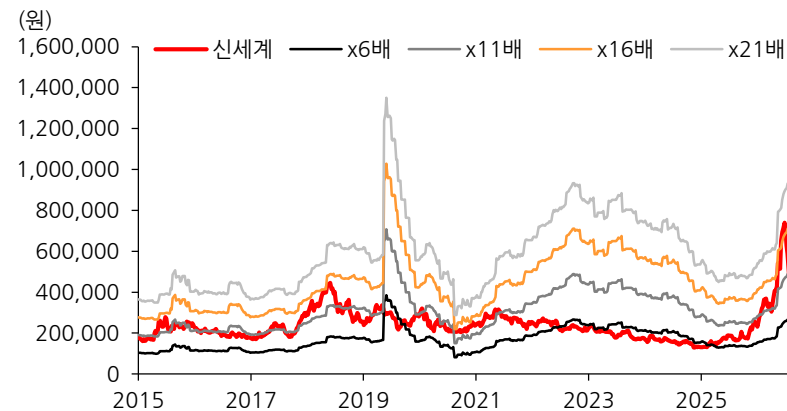
밸류에이션 추이

[한화리서치센터]

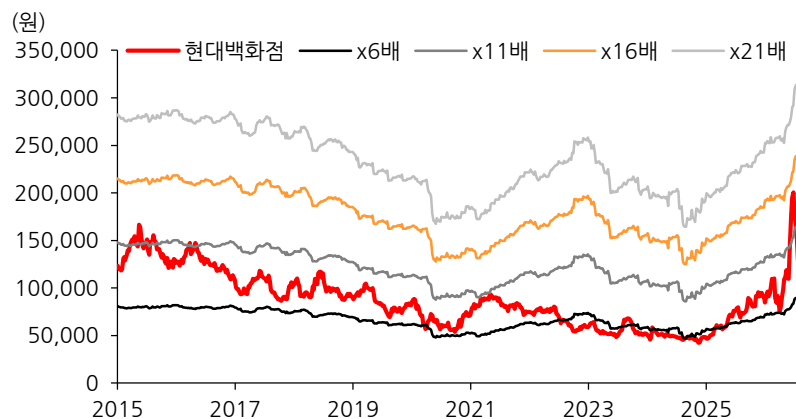
롯데쇼핑 PER 밴드 추이



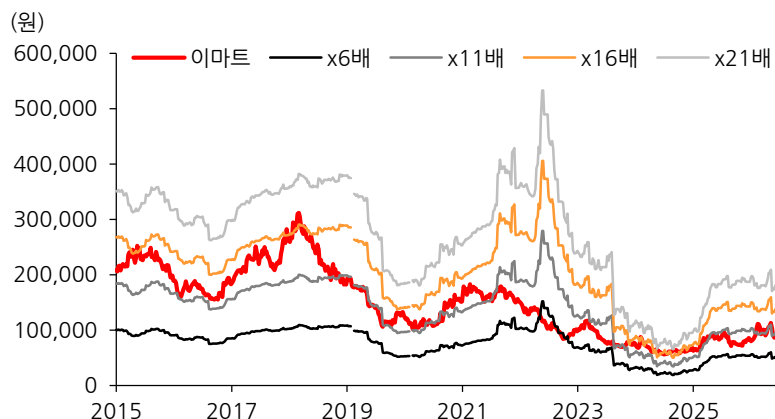
신세계 PER 밴드 추이



현대백화점 PER 밴드 추이



이마트 PER 밴드 추이



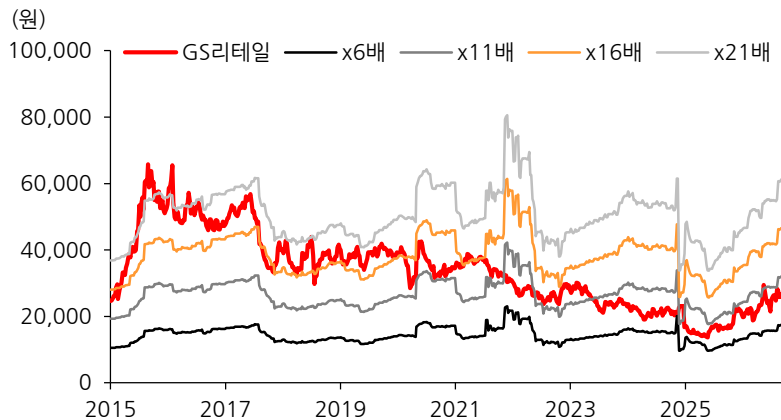
자료: Quantiwise, 한화투자증권 리서치센터



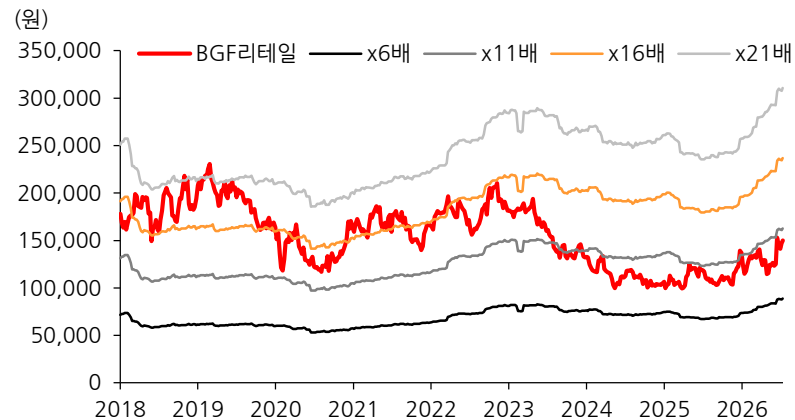
밸류에이션 추이

[한화리서치센터]

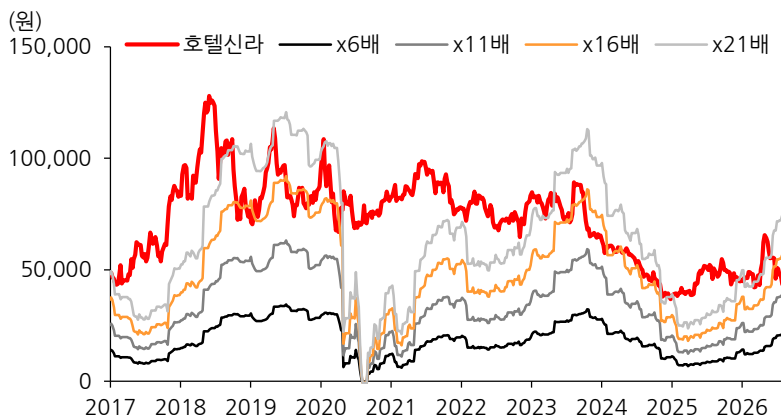
GS리테일 PER 밴드 추이



BGF리테일 PER 밴드 추이



호텔신라 PER 밴드 추이



자료: Quantiwise, 한화투자증권 리서치센터

Memo.

본 페이지는 편집상 공백 페이지입니다

Horizontal lines for memo writing.





기업분석

롯데쇼핑
신세계
현대백화점



롯데쇼핑 (023530) 변함없는 최선호주

[한화리서치센터]

Buy (유지)

목표주가(유지): 200,000원

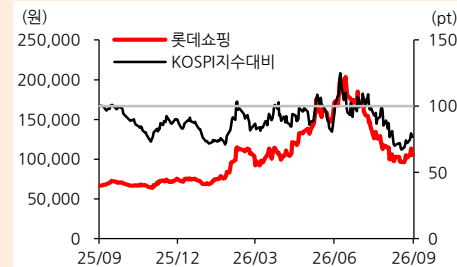
Stock Data

현재 주가(9/3)	105,300원
상승여력	▲ 89.9%
시가총액	29,788억원
발행주식수	28,289천주
52주 최고가/최저가	203,500/64,100원
90일 일평균 거래대금	256.88억원
외국인 지분율	15.1%

주주 구성

롯데지주 (외 25인)	59.7%
국민연금공단 (외 1인)	12.9%
자사주 (외 1인)	0.1%

Stock Price



백화점의 구조적 성장세는 장기적 지속

- 소득 증가에 따른 내수 소비 강세와 외국인 인바운드 모멘텀 유입으로 인한 백화점의 구조적 성장세는 장기간 지속될 것으로 전망
- 현 시점에서 근로 소득 증가가 일부 근로자에 국한되었기는 하나, 백화점은 기존에도 소비양극화의 수혜 채널임을 감안할 필요가 있음
- 원화 강세에 따른 외국인 구매력 약화 가능성은 존재하나, 가격 매력 이전에 지정학적 수혜를 보고 있는 것이며, 럭셔리 기업들의 글로벌 가격 리밸런싱에서 환율영향을 반영하기에 단기적 이슈에 불과할 것. 명동/부산 상권의 변함없는 경쟁우위 부각 지속
- 백화점의 증익을 위한 요구성장률 수준은 +3%. 이를 상회하는 성장 지속으로 ROE 전망치 지속 우상향 전망

대형마트 반사이익도 본격화

- 3Q26 대형마트 기존점성장을 +20% YoY 이상 전망. 전년 낮은 기저에 대해 홈플러스 반사이익이 본격적으로 반영되기 시작한 영향으로 판단. 오프라인 매출 반등으로 온라인 투자 확대에 따른 손익 영향 상쇄할 전망. 대형마트 역시 ROE 전망치 우상향을 지지

투자 의견 BUY, 목표주가 20만원, 최선호주 의견 유지

- 26년 배당수익률 5.5%, 27년 배당수익률 6.6% 전망 등 차별화된 배당 매력도 부각 가능

재무정보	2024	2025	2026E	2027E	2028E
매출액	13,987	13,738	14,285	14,610	14,984
영업이익	473	547	841	912	949
EBITDA	1,589	1,603	1,898	1,956	1,978
지배주주순이익	-968	52	463	572	606
EPS	-34,219	1,822	16,373	20,242	21,452
순차입금	11,862	11,413	11,048	10,281	9,566
PER	-3.1	57.8	6.4	5.2	4.9
PBR	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2
EV/EBITDA	9.3	9.0	7.4	6.8	6.3
배당수익률(%)	3.6	3.8	5.5	6.6	7.6
ROE	-7.7	0.3	3.0	3.6	3.7

자료: 한화투자증권 리서치센터



롯데쇼핑 (023530) 변함없는 최신후주

[한화리서치센터]

롯데쇼핑 실적 추정											
(십억 원, %, % YoY)	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26	3Q26E	4Q26E	2025	2026E	2027E
매출액	3,457	3,350	3,410	3,522	3,582	3,485	3,599	3,619	13,738	14,285	14,610
YoY	-1.6%	-2.3%	-4.4%	1.3%	3.6%	4.0%	5.6%	2.8%	-1.8%	4.0%	2.3%
백화점	806	816	765	953	872	891	816	1,022	3,339	3,601	3,712
국내 백화점	775	786	734	917	837	856	784	984	3,213	3,460	3,564
할인점	1,487	1,295	1,334	1,355	1,526	1,330	1,488	1,416	5,471	5,759	6,032
국내 할인점	1,018	946	990	971	1,041	979	1,139	1,020	3,925	4,178	4,290
하이마트	553	620	671	524	517	591	653	524	2,369	2,285	2,281
수퍼	317	320	326	311	317	324	306	282	1,274	1,229	1,181
홈쇼핑	228	231	211	232	232	239	213	235	902	919	928
컬처웍스	86	92	128	128	125	106	141	141	434	513	507
기타	-13	-14	-16	-1	-3	-11	-16	-1	-44	-31	-31
영업이익	148	41	131	228	253	90	200	299	547	841.4	912
YoY	29.0%	-27.6%	-15.8%	54.7%	70.6%	121.4%	52.9%	31.3%	15.6%	53.8%	8.5%
백화점	130	65	83	226	191	120	134	301	504	746	771
국내 백화점	128	63	80	220	184	112	127	291	491	714	737
할인점	28	-39	12	-8	34	-38	27	-9	-7	14	28
국내 할인점	7	-48	2	-18	9	-42	21	-15	-57	-28	-32
하이마트	-11	11	19	-9	-15	1	9	-10	10	-14	-10
수퍼	3	3	5	-3	2	-2	6	-4	8	2	6
홈쇼핑	12	12	10	10	26	20	10	18	45	74	84
컬처웍스	-10	-6	8	-2	8	-14	16	5	-11	15	34
기타	-4	-5	-7	13	6	3	-2	-2	-2	5	0
영업이익률	4.3%	1.2%	3.8%	6.5%	7.1%	2.6%	5.5%	8.3%	4.0%	5.9%	6.2%
백화점	16.1%	8.0%	10.9%	23.7%	21.9%	13.4%	16.4%	29.5%	15.1%	20.7%	20.8%
국내 백화점	16.5%	8.0%	10.8%	24.0%	21.9%	13.1%	16.2%	29.6%	15.3%	20.6%	20.7%
할인점	1.9%	-3.0%	0.9%	-0.6%	2.2%	-2.8%	1.8%	-0.6%	-0.1%	0.2%	0.5%
국내 할인점	0.7%	-5.1%	0.2%	-1.8%	0.8%	-4.3%	1.8%	-1.5%	-1.4%	-0.7%	-0.7%
수퍼	1.0%	0.8%	1.5%	-0.9%	0.7%	-0.6%	1.9%	-1.4%	0.6%	0.2%	0.5%

자료: 롯데쇼핑, 한화투자증권 리서치센터



롯데쇼핑 재무제표

[한화리서치센터]

손익계산서

(단위: 십억 원)

12월 결산	2024	2025	2026E	2027E	2028E
매출액	13,987	13,738	14,285	14,610	14,984
매출총이익	6,735	6,663	6,935	7,164	7,497
영업이익	473	547	841	912	949
EBITDA	1,589	1,603	1,898	1,956	1,978
순이자손익	-455	-437	-424	-411	-402
외화관련손익	-177	12	-72	0	0
지분법손익	97	138	262	262	262
세전계속사업손익	-1,021	83	650	763	809
당기순이익	-994	74	496	572	606
지배주주순이익	-968	52	463	572	606
증가율(%)					
매출액	-3.9	-1.8	4.0	2.3	2.6
영업이익	-6.9	15.6	53.8	8.5	4.0
EBITDA	-5.5	0.9	18.4	3.0	1.2
순이익	적전	흑전	574.3	15.4	6.0
이익률(%)					
매출총이익률	48.2	48.5	48.5	49.0	50.0
영업이익률	3.4	4.0	5.9	6.2	6.3
EBITDA이익률	11.4	11.7	13.3	13.4	13.2
세전이익률	-7.3	0.6	4.5	5.2	5.4
순이익률	-7.1	0.5	3.5	3.9	4.0

재무상태표

(단위: 십억 원)

12월 결산	2024	2025	2026E	2027E	2028E
유동자산	5,517	5,195	5,791	6,442	7,039
현금성자산	2,963	2,440	3,013	3,580	4,094
매출채권	724	661	754	774	794
재고자산	1,540	1,458	1,480	1,520	1,559
비유동자산	33,486	32,715	32,860	32,537	32,228
투자자산	8,428	7,864	8,102	8,102	8,102
유형자산	24,306	24,063	23,991	23,690	23,400
무형자산	752	788	767	746	726
자산총계	39,003	37,910	38,652	38,980	39,267
유동부채	9,836	9,990	9,729	9,612	9,490
매입채무	3,127	3,024	3,001	3,083	3,162
유동성이자부채	5,213	5,352	5,069	4,869	4,669
비유동부채	12,133	11,054	11,642	11,642	11,642
비유동이자부채	9,612	8,500	8,992	8,992	8,992
부채총계	21,969	21,044	21,371	21,254	21,133
자본금	141	141	141	141	141
자본잉여금	3,574	3,574	3,574	3,574	3,574
이익잉여금	7,498	7,441	7,784	8,229	8,638
자본조정	4,291	4,029	4,028	4,028	4,028
자기주식	-4	-4	-4	-4	-4
자본총계	17,034	16,866	17,281	17,726	18,134



롯데쇼핑 재무제표

[한화리서치센터]

현금흐름표

(단위: 십억 원)

12월 결산	2024	2025	2026E	2027E	2028E
영업현금흐름	1,588	1,724	1,203	1,352	1,371
당기순이익	-994	74	496	572	606
자산상각비	1,116	1,056	1,057	1,043	1,029
운전자본증감	-115	46	-150	-1	-3
매출채권 감소(증가)	55	132	-78	-21	-20
재고자산 감소(증가)	-69	20	-15	-41	-39
매입채무 증가(감소)	-8	0	91	83	79
투자현금흐름	-1,068	-871	-66	-458	-458
유형자산처분(취득)	-880	-623	-609	-680	-680
무형자산 감소(증가)	-21	-46	-37	-40	-40
투자자산 감소(증가)	-39	-498	577	0	0
재무현금흐름	-498	-1,742	-5	-327	-398
차입금의 증가(감소)	60	-1,051	48	-200	-200
자본의 증가(감소)	-143	-195	-50	-127	-198
배당금의 지급	-143	-195	-150	-127	-198
총현금흐름	1,714	1,695	1,366	1,353	1,374
(-)운전자본증가(감소)	398	187	1	1	3
(-)설비투자	906	652	609	680	680
(+)자산매각	5	-18	-37	-40	-40
Free Cash Flow	415	838	718	632	651
(-)기타투자	-155	-530	145	-262	-262
잉여현금	570	1,368	573	894	913
NOPLAT	343	482	642	684	712
(+) Dep	1,116	1,056	1,057	1,043	1,029
(-)운전자본투자	398	187	1	1	3
(-)Capex	906	652	609	680	680
OpFCF	155	699	1,089	1,046	1,058

주: IFRS 연결 기준

주요지표

(단위: 원, 배)

12월 결산	2024	2025	2026E	2027E	2028E
주당지표					
EPS	-34,219	1,822	16,373	20,242	21,452
BPS	548,061	536,787	548,907	564,640	579,083
DPS	3,800	4,000	5,800	7,000	8,000
CFPS	60,578	59,905	48,273	47,842	48,564
ROA(%)	-2.8	0.1	1.2	1.5	1.6
ROE(%)	-7.7	0.3	3.0	3.6	3.7
ROIC(%)	1.5	1.8	2.4	2.6	2.8
Multiples(x,%)					
PER	-3.1	57.8	6.4	5.2	4.9
PBR	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2
PSR	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2
PCR	1.7	1.8	2.2	2.2	2.2
EV/EBITDA	9.3	9.0	7.4	6.8	6.3
배당수익률	3.6	3.8	5.5	6.6	7.6
안정성(%)					
부채비율	129.0	124.8	123.7	119.9	116.5
Net debt/Equity	69.6	67.7	63.9	58.0	52.8
Net debt/EBITDA	746.4	711.9	582.1	525.8	483.6
유동비율	56.1	52.0	59.5	67.0	74.2
이자보상배율(배)	0.8	0.9	1.5	1.6	1.7
자산구조(%)					
투하자본	70.3	71.9	70.3	69.0	67.8
현금+투자자산	29.7	28.1	29.7	31.0	32.2
자본구조(%)					
차입금	46.5	45.1	44.9	43.9	43.0
자기자본	53.5	54.9	55.1	56.1	57.0



신세계 (004170) 백화점 구조적 성장과 갖춰진 면세점 이익기반

[한화리서치센터]

Buy (유지)

목표주가(유지): 690,000원

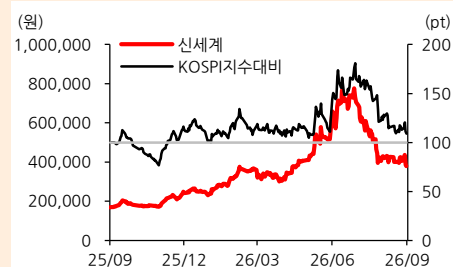
Stock Data

현재 주가(9/3)	379,500원
상승여력	▲ 81.8%
시가총액	35,844억원
발행주식수	9,445천주
52주 최고가/최저가	776,000/162,200원
90일 일평균 거래대금	566.04억원
외국인 지분율	28.9%

주주 구성

정유경 (외 4인)	29.8%
국민연금공단 (외 1인)	12.7%
자사주 (외 1인)	7.2%

Stock Price



백화점의 구조적 성장세는 장기적 지속

- 소득 증가에 따른 내수 소비 강세와 외국인 인바운드 모멘텀 유입으로 인한 백화점의 구조적 성장세는 장기간 지속될 것으로 전망
- 현 시점에서 근로 소득 증가가 일부 근로자에 국한되었기는 하나, 백화점은 기존에도 소비양극화의 수혜 채널임을 감안할 필요가 있음
- 원화 강세에 따른 외국인 구매력 약화 가능성은 존재하나, 가격 매력 이전에 지정학적 수혜를 보고 있는 것이며, 럭셔리 기업들의 글로벌 가격 리밸런싱에서 환율영향을 반영하기에 단기적 이슈에 불과할 것. 명동/부산 상권의 변함없는 경쟁우위 부각 지속
- 백화점의 증익을 위한 요구성장률 수준은 +5%. 4Q26부터 리뉴얼 오픈에 따라 추가적으로 기저 부담이 더해지나, 이를 상회하는 성장 지속으로 ROE 전망치 지속 우상향 전망

면세점 이익 기반 완성

- 시내점 수익성 개선, 인천공항 철수 등으로 면세점 이익 기반이 마련되었다는 점은 긍정적. ROE 전망치 상향에 기여하기 위해선 외형 성장이 요구되는 시기 진입

투자의견 BUY, 목표주가 69만원 유지

재무정보	2024	2025	2026E	2027E	2028E
매출액	6,570	6,929	7,407	7,754	8,198
영업이익	477	480	829	943	1,021
EBITDA	958	981	1,368	1,475	1,542
지배주주순이익	108	14	431	469	521
EPS	10,948	1,445	50,315	54,722	60,770
순차입금	4,519	4,300	4,059	3,497	2,894
PER	34.7	262.6	7.5	6.9	6.2
PBR	0.9	0.8	0.7	0.7	0.6
EV/EBITDA	8.5	8.0	5.6	4.8	4.2
배당수익률(%)	1.2	1.4	1.4	1.4	1.4
ROE	2.5	0.3	9.3	9.3	9.5

자료: 한화투자증권 리서치센터



신세계 (004170) 백화점 구조적 성장과 갖춰진 면세점 이익기반

[한화리서치센터]

신세계 별도 실적 테이블

(억원)	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26	3Q26E	4Q26E	2025	2026E	2027E
총매출액	13,003	12,780	12,597	15,696	14,834	14,965	14,109	16,795	54,076	60,702	62,523
YoY	-1.4%	0.1%	2.6%	7.4%	14.1%	17.1%	12.0%	7.0%	2.3%	12.3%	3.0%
순매출액	4,932	4,690	4,693	5,705	5,569	5,616	5,363	6,192	20,020	22,740	23,476
매출총이익	4,085	3,957	3,955	4,850	4,745	4,663	4,457	5,223	16,846	19,089	19,661
영업이익	644	367	509	868	868	670	694	1,068	2,387	3,300	3,440
YoY	-7.5%	-20.1%	-8.1%	19.8%	34.9%	82.7%	36.3%	23.1%	-1.9%	38.2%	4.2%
영업이익률	4.9%	2.9%	4.0%	5.5%	5.9%	4.5%	4.9%	6.4%	4.4%	5.4%	5.5%

자료: 신세계, 한화투자증권 리서치센터

신세계 연결 실적 테이블

(억원)	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26	3Q26E	4Q26E	2025	2026E	2027E
순매출액	16,658	16,938	16,361	18,811	18,471	17,804	17,846	19,950	68,768	74,072	77,541
YoY	3.8%	5.6%	6.2%	9.3%	10.9%	5.1%	9.1%	6.1%	6.3%	7.7%	4.7%
백화점	6,591	6,283	6,227	7,644	7,409	7,387	7,053	8,337	26,745	30,187	31,086
신세계인터내셔널	3,042	3,086	3,104	3,443	2,956	2,916	3,145	3,827	12,675	12,844	13,743
센트럴시티	887	964	981	1,099	988	1,087	1,079	1,154	3,931	4,308	4,437
신세계DF	5,618	6,051	5,388	5,993	5,898	5,426	5,442	5,454	23,050	22,220	23,289
까사미아	623	583	639	626	1,114	1,192	1,139	1,126	2,471	4,571	4,800
라이브쇼핑	811	802	846	906	898	868	888	951	3,365	3,606	3,786
영업이익	1,323	753	998	1,725	1,978	1,671	1,917	2,720	4,799	8,286	9,429
YoY	-18.8%	-35.9%	7.3%	62.6%	49.5%	121.9%	92.1%	57.7%	0.1%	72.7%	13.8%
백화점	1,079	710	840	1,432	1,410	1,088	1,093	1,723	4,061	5,314	5,536
신세계인터내셔널	47	-23	-20	-28	148	70	129	310	-24	657	973
센트럴시티	222	98	276	292	260	149	329	334	888	1,072	1,167
신세계DF	-23	-15	-56	20	106	333	329	275	-74	1,043	1,468
까사미아	1	-18	-4	-29	13	24	23	16	-50	76	130
라이브쇼핑	57	60	24	61	74	52	74	123	202	322	395
영업이익률	7.9%	4.4%	6.1%	9.2%	10.7%	9.4%	10.7%	13.6%	7.0%	11.2%	12.2%
신세계	13.1%	7.8%	10.8%	15.2%	15.6%	11.9%	12.9%	17.3%	11.9%	14.5%	14.5%
신세계인터내셔널	1.5%	-0.7%	-0.6%	-0.8%	5.0%	2.4%	4.1%	8.1%	-0.2%	5.1%	7.1%
센트럴시티	25.0%	10.2%	28.1%	26.6%	26.3%	13.7%	30.5%	28.9%	22.6%	24.9%	26.3%
신세계DF	-0.4%	-0.2%	-1.0%	0.3%	1.8%	6.1%	6.0%	5.0%	-0.3%	4.7%	6.3%
대구	30.5%	23.9%	25.6%	30.6%	32.7%	25.5%	27.6%	32.6%	27.8%	29.8%	30.0%
광주	28.4%	26.2%	24.4%	33.5%	32.2%	28.7%	27.3%	33.8%	28.4%	30.7%	30.7%
대전	18.0%	13.1%	12.7%	22.7%	22.3%	16.1%	14.7%	24.7%	17.0%	19.8%	20.1%
까사미아	0.2%	-3.1%	-0.6%	-4.6%	1.2%	2.0%	2.1%	1.4%	-2.0%	1.7%	2.7%

자료: 신세계, 한화투자증권 리서치센터





신세계 재무제표

[한화리서치센터]

손익계산서

(단위: 십억 원)

12월 결산	2024	2025	2026E	2027E	2028E
매출액	6,570	6,929	7,407	7,754	8,198
매출총이익	4,053	4,193	4,717	5,040	5,328
영업이익	477	480	829	943	1,021
EBITDA	958	981	1,368	1,475	1,542
순이자손익	-137	-137	-127	-122	-114
외화관련손익	-31	-3	-14	0	0
지분법손익	-12	-12	-3	0	0
세전계속사업손익	195	132	694	781	868
당기순이익	187	65	528	586	651
지배주주순이익	108	14	431	469	521
증가율(%)					
매출액	3.4	5.5	6.9	4.7	5.7
영업이익	-25.4	0.6	72.6	13.8	8.3
EBITDA	-15.8	2.5	39.4	7.8	4.6
순이익	-40.2	-65.4	717.8	10.9	11.1
이익률(%)					
매출총이익률	61.7	60.5	63.7	65.0	65.0
영업이익률	7.3	6.9	11.2	12.2	12.5
EBITDA이익률	14.6	14.2	18.5	19.0	18.8
세전이익률	3.0	1.9	9.4	10.1	10.6
순이익률	2.8	0.9	7.1	7.6	7.9

재무상태표

(단위: 십억 원)

12월 결산	2024	2025	2026E	2027E	2028E
유동자산	2,343	2,767	2,854	3,309	3,805
현금성자산	675	1,166	1,154	1,516	1,919
매출채권	597	586	577	611	645
재고자산	979	929	1,003	1,062	1,121
비유동자산	12,729	13,067	13,118	12,998	12,889
투자자산	4,360	4,630	4,800	4,800	4,800
유형자산	7,795	7,795	7,731	7,672	7,616
무형자산	574	642	587	526	473
자산총계	15,072	15,833	15,972	16,307	16,694
유동부채	4,947	5,176	5,239	5,250	5,260
매입채무	1,803	1,982	1,882	1,994	2,104
유동성이자부채	2,229	2,238	2,335	2,235	2,135
비유동부채	3,750	4,085	3,797	3,697	3,597
비유동이자부채	2,965	3,228	2,879	2,779	2,679
부채총계	8,697	9,261	9,036	8,947	8,857
자본금	49	49	49	49	49
자본잉여금	424	424	424	424	424
이익잉여금	3,718	3,658	4,004	4,428	4,904
자본조정	74	325	360	360	360
자기주식	-193	-157	-122	-122	-122
자본총계	6,375	6,572	6,936	7,360	7,836





신세계 재무제표

[한화리서치센터]

현금흐름표

(단위: 십억 원)

12월 결산	2024	2025	2026E	2027E	2028E
영업현금흐름	776	991	720	1,019	1,059
당기순이익	187	65	528	586	651
자산상각비	481	501	539	532	521
운전자본증감	-41	137	-113	18	18
매출채권 감소(증가)	127	-4	60	-34	-34
재고자산 감소(증가)	-78	32	-72	-59	-59
매입채무 증가(감소)	3	98	-135	111	110
투자현금흐름	-981	-646	-418	-412	-412
유형자산처분(취득)	-885	-487	-400	-400	-400
무형자산 감소(증가)	-13	-7	-15	-12	-12
투자자산 감소(증가)	-7	-19	2	0	0
재무현금흐름	-17	-81	-276	-245	-245
차입금의 증가(감소)	203	-35	-270	-200	-200
자본의 증가(감소)	-216	-86	-46	-45	-45
배당금의 지급	-82	-86	-46	-45	-45
총현금흐름	1,041	1,048	890	1,001	1,042
(-)운전자본증가(감소)	-65	-286	133	-18	-18
(-)설비투자	895	491	400	400	400
(+)자산매각	-3	-3	-15	-12	-12
Free Cash Flow	208	840	343	607	647
(-)기타투자	182	282	-15	0	0
잉여현금	26	558	358	607	647
NOPLAT	457	235	631	707	766
(+) Dep	481	501	539	532	521
(-)운전자본투자	-65	-286	133	-18	-18
(-)Capex	895	491	400	400	400
OpFCF	107	531	638	857	905

주: IFRS 연결 기준

주요지표

(단위: 원, 배)

12월 결산	2024	2025	2026E	2027E	2028E
주당지표					
EPS	10,948	1,445	50,315	54,722	60,770
BPS	433,221	461,923	512,159	557,080	607,487
DPS	4,500	5,200	5,200	5,200	5,200
CFPS	105,774	108,617	94,225	105,947	110,290
ROA(%)	0.7	0.1	2.7	2.9	3.2
ROE(%)	2.5	0.3	9.3	9.3	9.5
ROIC(%)	5.1	2.6	7.1	8.0	8.8
Multiples(x,%)					
PER	34.7	262.6	7.5	6.9	6.2
PBR	0.9	0.8	0.7	0.7	0.6
PSR	0.6	0.5	0.5	0.5	0.4
PCR	3.6	3.5	4.0	3.6	3.4
EV/EBITDA	8.5	8.0	5.6	4.8	4.2
배당수익률	1.2	1.4	1.4	1.4	1.4
안정성(%)					
부채비율	136.4	140.9	130.3	121.6	113.0
Net debt/Equity	70.9	65.4	58.5	47.5	36.9
Net debt/EBITDA	471.8	438.1	296.7	237.1	187.7
유동비율	47.4	53.5	54.5	63.0	72.3
이자보상배율(배)	2.4	2.5	4.4	5.2	5.9
자산구조(%)					
투하자본	64.9	60.7	59.9	58.1	56.2
현금+투자자산	35.1	39.3	40.1	41.9	43.8
자본구조(%)					
차입금	44.9	45.4	42.9	40.5	38.1
자기자본	55.1	54.6	57.1	59.5	61.9



현대백화점 (069960) 점포 확장에 따른 추가 성장 기대

[한화리서치센터]

Buy (유지)

목표주가(유지): 190,000원

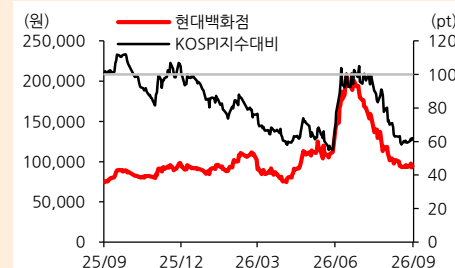
Stock Data

현재 주가(9/3)	94,600원
상승여력	▲ 100.8%
시가총액	20,400억원
발행주식수	21,565천주
52주 최고가/최저가	207,000/69,800원
90일 일평균 거래대금	281.27억원
외국인 지분율	28.1%

주주 구성

현대지에프홀딩스 (외 3인)	44.0%
국민연금공단 (외 1인)	13.5%
FIDELITYFUNDS (외 39인)	5.3%

Stock Price



백화점의 구조적 성장세는 장기적 지속

- 소득 증가에 따른 내수 소비 강세와 외국인 인바운드 모멘텀 유입으로 인한 백화점의 구조적 성장세는 장기간 지속될 것으로 전망
- 현 시점에서 근로 소득 증가가 일부 근로자에 국한되었기는 하나, 백화점은 기존에도 소비양극화의 수혜 채널임을 감안할 필요가 있음
- 원화 강세에 따른 외국인 구매력 약화 가능성은 존재하나, 가격 매력 이전에 지정학적 수혜를 보고 있는 것이며, 럭셔리 기업들의 글로벌 가격 리밸런싱에서 환율영향을 반영하기에 단기적 이슈에 불과할 것
- 백화점의 증익을 위한 요구성장률 수준은 +3%. 이를 상회하는 성장 지속으로 ROE 전망치 지속 우상향 전망
- 27년부터 3년간 매년 한 곳의 신규 점포가 오픈할 예정이기에 비유기적 성장도 기대해볼 수 있음

면세점 이익 기반 완성되었으나, 지누스 턴어라운드는 확인 필요

- 시내점의 안정적 이익 기여 긍정적이거나, 지누스 실적 턴어라운드는 확인이 필요한 상황. 동사는 4Q26 BEP 달성을 목표

투자의견 BUY, 목표주가 19만원 유지

재무정보	2024	2025	2026E	2027E	2028E
매출액	4,188	4,230	4,444	4,980	5,329
영업이익	284	378	429	530	607
EBITDA	712	812	870	980	1,058
지배주주순이익	-36	208	298	318	369
EPS	-1,589	9,177	13,837	14,768	17,112
순차입금	2,298	2,267	2,784	2,667	2,504
PER	-59.6	10.3	6.8	6.4	5.5
PBR	0.5	0.5	0.4	0.4	0.4
EV/EBITDA	6.1	5.3	5.5	4.8	4.3
배당수익률(%)	1.5	2.3	2.3	2.5	2.7
ROE	-0.8	4.6	6.4	6.5	7.1

자료: 한화투자증권 리서치센터



현대백화점 (069960) 점포 확장에 따른 추가 성장 기대

[한화리서치센터]

현대백화점 실적 추정											
(억 원, %, % YoY)	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26	3Q26E	4Q26E	2025	2026E	2027E
총매출액	25,546	24,741	23,197	25,229	23,056	25,029	25,513	28,542	98,713	102,140	109,763
YoY	5.0%	-0.1%	-4.6%	-7.8%	-9.7%	1.2%	10.0%	13.1%	-2.0%	3.5%	7.5%
백화점	17,391	17,013	16,896	19,696	18,301	18,288	17,403	20,287	70,996	74,279	75,764
면세점	5,889	5,637	3,871	3,737	3,589	5,329	6,477	6,634	19,134	22,028	26,507
지누스	2,727	2,528	2,836	2,269	1,626	1,839	1,934	1,921	10,360	7,320	8,691
순매출액	9,517	10,803	10,103	10,417	9,501	10,681	11,624	12,634	40,840	44,440	49,804
매출총이익	6,427	6,409	5,855	6,812	6,052	6,739	6,716	7,852	25,503	27,359	29,464
영업이익	1,125	869	726	1,062	988	793	993	1,513	3,782	4,288	5,304
YoY	63.3%	103.0%	12.4%	-1.6%	-12.2%	-8.7%	36.8%	42.5%	33.1%	13.4%	23.7%
백화점	972	693	893	1,377	1,358	1,101	1,133	1,683	3,935	5,275	5,523
면세점	-19	-13	13	21	34	62	103	42	2	242	348
지누스	275	291	-78	-232	-301	-267	-143	-112	256	-823	-167
영업이익률	4.4%	3.5%	3.1%	4.2%	4.3%	3.2%	3.9%	5.3%	3.8%	4.2%	4.8%
백화점	5.6%	4.1%	5.3%	7.0%	7.4%	6.0%	6.5%	8.3%	5.5%	7.1%	7.3%
면세점	-0.3%	-0.2%	0.3%	0.6%	0.9%	1.2%	1.6%	0.6%	0.0%	1.1%	1.3%
지누스	10.1%	11.5%	-2.8%	-10.2%	-18.5%	-14.5%	-7.4%	-5.8%	2.5%	-11.2%	-1.9%

자료: 현대백화점, 한화투자증권 리서치센터



현대백화점 재무제표

[한화리서치센터]

손익계산서

(단위: 십억 원)

12월 결산	2024	2025	2026E	2027E	2028E
매출액	4,188	4,230	4,444	4,980	5,329
매출총이익	2,465	2,550	2,736	2,946	3,078
영업이익	284	378	429	530	607
EBITDA	712	812	870	980	1,058
순이자손익	-46	-38	-43	-46	-46
외화관련손익	24	-6	5	0	0
지분법손익	-95	5	2	0	0
세전계속사업손익	6	123	403	485	562
당기순이익	-1	142	291	354	410
지배주주순이익	-36	208	298	318	369
증가율(%)					
매출액	-0.5	1.0	5.1	12.1	7.0
영업이익	-6.4	33.1	13.4	23.7	14.5
EBITDA	-2.1	14.0	7.2	12.6	8.0
순이익	적지	흑전	105.6	21.6	15.9
이익률(%)					
매출총이익률	58.9	60.3	61.6	59.2	57.8
영업이익률	6.8	8.9	9.6	10.6	11.4
EBITDA이익률	17.0	19.2	19.6	19.7	19.9
세전이익률	0.1	2.9	9.1	9.7	10.5
순이익률	0.0	3.3	6.5	7.1	7.7

재무상태표

(단위: 십억 원)

12월 결산	2024	2025	2026E	2027E	2028E
유동자산	3,046	3,082	4,253	4,477	4,776
현금성자산	143	292	367	484	647
매출채권	1,113	923	1,232	1,303	1,393
재고자산	617	456	631	667	714
비유동자산	8,172	8,168	8,280	8,431	8,580
투자자산	1,160	1,221	1,202	1,202	1,202
유형자산	5,790	5,984	6,151	6,366	6,580
무형자산	1,222	962	927	863	799
자산총계	11,218	11,250	12,533	12,908	13,357
유동부채	3,288	3,734	4,768	4,871	5,001
매입채무	1,355	1,341	1,781	1,884	2,014
유동성이자부채	1,231	1,703	2,248	2,248	2,248
비유동부채	1,695	1,205	1,261	1,261	1,261
비유동이자부채	1,210	857	903	903	903
부채총계	4,983	4,939	6,029	6,131	6,262
자본금	117	117	117	117	117
자본잉여금	612	612	612	612	612
이익잉여금	3,754	3,920	4,172	4,444	4,762
자본조정	-87	-100	-116	-116	-116
자기주식	-93	-114	-128	-128	-128
자본총계	6,234	6,311	6,504	6,776	7,095





현대백화점 재무제표

[한화리서치센터]

현금흐름표

(단위: 십억 원)

12월 결산	2024	2025	2026E	2027E	2028E
영업현금흐름	734	986	729	763	814
당기순이익	-1	142	291	354	410
자산상각비	428	434	441	449	451
운전자본증감	90	295	-8	-5	-6
매출채권 감소(증가)	77	165	-256	-71	-90
재고자산 감소(증가)	18	160	-171	-36	-46
매입채무 증가(감소)	-31	-26	415	102	131
투자현금흐름	-193	-693	-1,157	-601	-601
유형자산처분(취득)	-434	-566	-538	-600	-600
무형자산 감소(증가)	-3	-4	0	0	0
투자자산 감소(증가)	186	-298	-615	-1	-1
재무현금흐름	-586	-138	498	-46	-51
차입금의 증가(감소)	-516	-63	522	0	0
자본의 증가(감소)	-41	-72	-70	-46	-51
배당금의 지급	-38	-51	-57	-46	-51
총현금흐름	789	865	781	768	820
(-)운전자본증가(감소)	-35	-87	606	5	6
(-)설비투자	475	579	538	600	600
(+)자산매각	38	9	0	0	0
Free Cash Flow	387	382	-363	163	214
(-)기타투자	-113	-383	-594	0	0
잉여현금	500	765	231	163	214
NOPLAT	-35	274	309	387	443
(+) Dep	428	434	441	449	451
(-)운전자본투자	-35	-87	606	5	6
(-)Capex	475	579	538	600	600
OpFCF	-46	216	-394	232	288

주: IFRS 연결 기준

주요지표

(단위: 원, 배)

12월 결산	2024	2025	2026E	2027E	2028E
주당지표					
EPS	-1,589	9,177	13,837	14,768	17,112
BPS	194,238	201,050	211,441	223,466	237,534
DPS	1,400	2,150	2,150	2,350	2,550
CFPS	34,850	38,227	34,522	33,930	36,219
ROA(%)	-0.3	1.8	2.5	2.5	2.8
ROE(%)	-0.8	4.6	6.4	6.5	7.1
ROIC(%)	-0.4	3.3	3.5	4.2	4.7
Multiples(x,%)					
PER	-59.6	10.3	6.8	6.4	5.5
PBR	0.5	0.5	0.4	0.4	0.4
PSR	0.5	0.5	0.5	0.4	0.4
PCR	2.7	2.5	2.7	2.8	2.6
EV/EBITDA	6.1	5.3	5.5	4.8	4.3
배당수익률	1.5	2.3	2.3	2.5	2.7
안정성(%)					
부채비율	79.9	78.3	92.7	90.5	88.3
Net debt/Equity	36.9	35.9	42.8	39.4	35.3
Net debt/EBITDA	322.5	279.3	319.9	272.2	236.7
유동비율	92.6	82.6	89.2	91.9	95.5
이자보상배율(배)	2.8	4.1	4.5	5.4	6.2
자산구조(%)					
투하자본	86.5	84.7	85.3	84.6	83.6
현금+투자자산	13.5	15.3	14.7	15.4	16.4
자본구조(%)					
차입금	28.1	28.9	32.6	31.7	30.8
자기자본	71.9	71.1	67.4	68.3	69.2

Compliance Notices

Compliance Notice

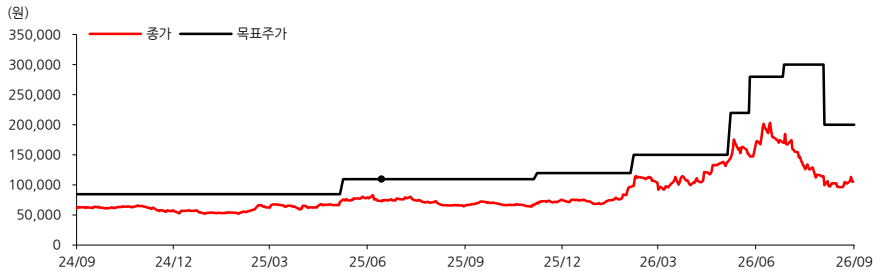
(공표일: 2026년 9월 4일)

이 자료는 조사분석 담당자가 객관적 사실에 근거해 작성하였으며, 타인의 부당한 압력이나 간섭없이 본인의 의견을 정확하게 반영했습니다. 본인은 이 자료에서 다른 종목과 관련해 공표일 현재 관련 법규상 알려야 할 재산적 이해관계가 없습니다. 본인은 이 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다. (이진협)

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

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

롯데쇼핑 (023530)



투자의견 변동내역

일 시	2016.08.12	2024.09.20	2024.10.14	2024.10.25	2024.11.01	2024.11.08
투자의견	투자등급변경	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격		85,000	85,000	85,000	85,000	85,000
일 시	2024.11.15	2024.11.19	2024.11.29	2024.12.27	2025.01.15	2025.01.24
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	85,000	85,000	85,000	85,000	85,000	85,000
일 시	2025.02.07	2025.02.20	2025.02.28	2025.03.04	2025.03.25	2025.03.28
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	85,000	85,000	85,000	85,000	85,000	85,000
일 시	2025.04.02	2025.04.09	2025.04.25	2025.05.12	2025.05.21	2025.05.30
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	85,000	85,000	85,000	110,000	110,000	110,000
일 시	2025.06.10	2025.06.27	2025.07.07	2025.07.08	2025.07.25	2025.08.01
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	110,000	110,000	110,000	110,000	110,000	110,000
일 시	2025.08.11	2025.08.29	2025.09.16	2025.09.26	2025.09.29	2025.10.31
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	110,000	110,000	110,000	110,000	110,000	110,000
일 시	2025.11.10	2025.11.19	2025.11.28	2025.12.26	2026.01.06	2026.01.28
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	120,000	120,000	120,000	120,000	120,000	120,000
일 시	2026.01.30	2026.02.09	2026.02.27	2026.03.11	2026.03.27	2026.03.31
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	120,000	150,000	150,000	150,000	150,000	150,000
일 시	2026.04.24	2026.05.11	2026.05.29	2026.06.24	2026.06.26	2026.06.30
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	150,000	220,000	220,000	280,000	280,000	300,000
일 시	2026.07.03	2026.07.24	2026.07.29	2026.07.31	2026.08.07	2026.09.04
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	300,000	300,000	300,000	300,000	200,000	200,000

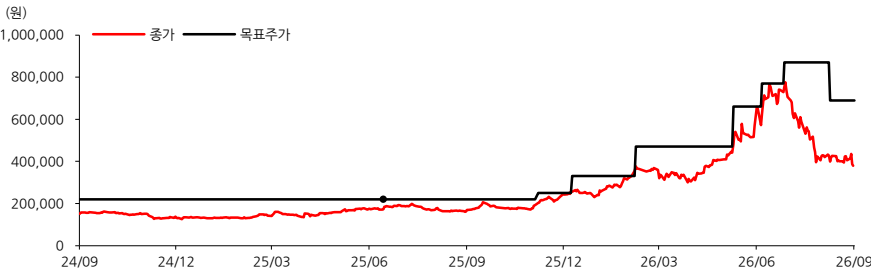
Compliance Notices

목표주가 변동 내역별 괴리율 (롯데쇼핑)

•괴리율 산정: 수정주가 적용

일자	투자의견	목표주가(원)	괴리율(%)	
			평균주가 대비	최고(최저)주가 대비
2025.05.12	Buy	110,000	-34.82	-24.45
2025.11.10	Buy	120,000	-37.52	-19.17
2026.02.09	Buy	150,000	-25.66	-7.67
2026.05.11	Buy	220,000	-27.85	-20.14
2026.05.29	Buy	280,000	-36.46	-27.32
2026.06.30	Buy	300,000	-53.03	-38.33
2026.08.07	Buy	200,000		

신세계 (004170)



투자의견 변동내역

일 시	2016.08.12	2024.10.14	2024.11.11	2024.11.15	2025.01.15	2025.02.06
투자의견	투자등급변경	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격		220,000	220,000	220,000	220,000	220,000
일 시	2025.02.20	2025.03.25	2025.04.02	2025.04.09	2025.05.14	2025.05.21
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	220,000	220,000	220,000	220,000	220,000	220,000
일 시	2025.07.08	2025.08.11	2025.09.29	2025.11.10	2025.11.19	2025.12.12
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	220,000	220,000	220,000	250,000	250,000	330,000
일 시	2026.01.06	2026.01.28	2026.02.10	2026.03.31	2026.05.13	2026.05.29
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	330,000	330,000	470,000	470,000	660,000	660,000
일 시	2026.06.09	2026.06.24	2026.06.30	2026.07.24	2026.08.12	2026.09.04
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	770,000	770,000	870,000	870,000	690,000	690,000

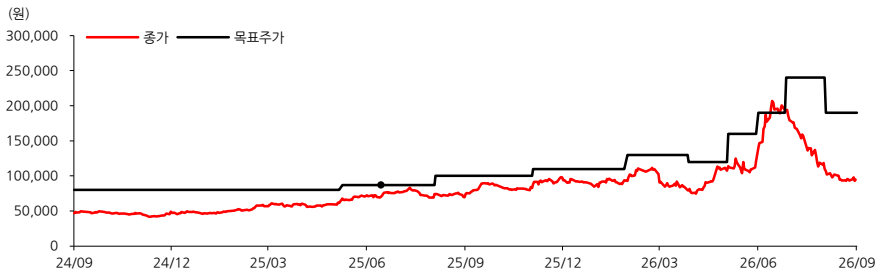
목표주가 변동 내역별 괴리율 (신세계)

•괴리율 산정: 수정주가 적용

일자	투자의견	목표주가(원)	괴리율(%)	
			평균주가 대비	최고(최저)주가 대비
2025.08.11	Buy	220,000	-19.78	-6.59
2025.11.10	Buy	250,000	-9.02	2.40
2025.12.12	Buy	330,000	-16.03	7.58
2026.02.10	Buy	470,000	-23.96	-5.21
2026.05.13	Buy	660,000	-17.75	-0.15
2026.06.09	Buy	770,000	-7.61	-0.39
2026.06.30	Buy	870,000	-36.96	-10.80
2026.08.12	Buy	690,000		

Compliance Notices

현대백화점 (069960)



투자의견 변동내역

일 시	2016.08.12	2024.10.11	2024.11.08	2024.11.15	2025.01.15	2025.02.12
투자의견	투자등급변경	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격		80,000	80,000	80,000	80,000	80,000
일 시	2025.02.20	2025.03.25	2025.04.02	2025.04.09	2025.05.12	2025.05.21
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	80,000	80,000	80,000	80,000	87,000	87,000
일 시	2025.07.08	2025.08.07	2025.09.29	2025.11.06	2025.11.19	2026.01.06
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	87,000	100,000	100,000	110,000	110,000	110,000
일 시	2026.02.02	2026.02.12	2026.03.31	2026.05.07	2026.05.29	2026.06.04
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	130,000	130,000	120,000	160,000	160,000	190,000
일 시	2026.06.24	2026.06.30	2026.07.24	2026.08.06	2026.09.04	
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	
목표가격	190,000	240,000	240,000	190,000	190,000	

목표주가 변동 내역별 괴리율 (현대백화점)

*괴리율 산정: 수정주가 적용

일자	투자의견	목표주가(₩)	괴리율(%)	
			평균주가 대비	최고(최저)주가 대비
2025.05.12	Buy	87,000	-16.06	-4.25
2025.08.07	Buy	100,000	-20.39	-10.30
2025.11.06	Buy	110,000	-16.50	-10.45
2026.02.02	Buy	130,000	-26.36	-14.23
2026.03.31	Buy	120,000	-24.43	-5.58
2026.05.07	Buy	160,000	-29.73	-21.88
2026.06.04	Buy	190,000	-3.78	8.95
2026.06.30	Buy	240,000	-37.78	-19.17
2026.08.06	Buy	190,000		

Compliance Notices

종목 투자등급

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

산업 투자 의견

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

당사 조사분석자료의 투자등급 부여 비중

(기준일: 2026년 6월 30일)

투자등급	매수	중립	매도	합계
금융투자 상품의 비중	96.3%	3.7%	0.0%	100%

본 · 지점망

본사 02)3772-7000(代)
서울시 영등포구 여의대로 56(여의도동)
고객지원센터 080-851-8282
주문전용 080-851-8200
ARS 080-852-1234

서울

본 사	02) 3772-7000	영 업 부	02) 3775-0775
강 남 W M 센 터	02) 6975-2000	목 동 W M 센 터	02) 2654-2300
갤러리아WM센터	02) 3445-8700	송 파 W M 센 터	02) 449-3677
금융플라자63지점	02) 308-6363	센트럴WM센터	02) 743-7311

인천/경기

분 당 W M 센 터	031) 707-7114	일 산 지 점	031) 929-1313
송도IFEZ지점	032) 851-7233	평 촌 지 점	031) 381-6004
신 갈 지 점	031) 285-7233	평 택 지 점	031) 652-8668
안 성 지 점	031) 677-0233		

부산/울산/경남

부 산 W M 센 터	051) 465-7533	울 산 W M 센 터	052) 265-0505
마 린 시 티 지 점	055) 943-3000	언 양 지 점	052) 262-9300
거 제 브 랜 치	055) 730-0400	거 창 지 점	051) 751-8321

대구/경북

대 구 W M 센 터	053) 741-3211	영 주 지 점	054) 633-8811
문 경 지 점	054) 550-3500	영 천 지 점	054) 331-5000

대전/충청

대 전 W M 센 터	042) 488-7233	청 주 지 점	043) 224-3300
천 안 지 점	041) 563-2001	홍 성 지 점	041) 631-2200

광주/전라

광 주 W M 센 터	062) 713-5700	전 주 지 점	063) 710-1000
-------------	---------------	---------	---------------

[Compliance Notice]

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