

# 유통

내수와 인바운드 소비, 양 날개로 난다

유정현 [junghyun.yu@daishin.com](mailto:junghyun.yu@daishin.com)



# 유통

## 내수와 인바운드 소비, 양 날개로 난다

유정현 junghyun.yu@daishin.com

### [실적전망] 수출 호조에 따른 내수 경기 회복과 인바운드 수요로 고성장 전망

- 26년 백화점 기존점 성장률 두자릿 수 성장 이어질 전망. 내국인 소비 회복에 따른 성장률과 인바운드 매출 증가에 따른 성장률이 각각 절반씩 비슷한 수준으로 기여할 것으로 추정. 이는 지난해 약 5%를 기록했던 외국인 매출 비중이 올해 100%씩 성장하고 있기 때문. 인바운드 소비 증가가 당분간 계속될 것으로 보이므로 국내 백화점 기존점 성장률은 10%에 육박하는 성장률이 유지될 가능성이 매우 높음
- 편의점 채널도 24-25년 2년간 점포 구조조정을 끝내고 소비 경기 회복 효과가 더해지며 상위 사업자 중심으로 성장률 회복 가속화. 기존점 성장률은 전년도 1%대의 낮은 수준에서 벗어나 올해 하반기 MSD%까지 상승하며 오랜만에 의미 있는 성장을 보여줄 것으로 전망
- 대형마트는 경기 회복과 경쟁점 폐점에 따른 수혜로 완만한 매출 회복 이어질 전망이나 회복 강도는 백화점과 편의점에 비해 다소 약할 것으로 예상

### 당사 Universe 유통업체의 실적 전망 및 투자 의견

(단위:십억원,%,배)

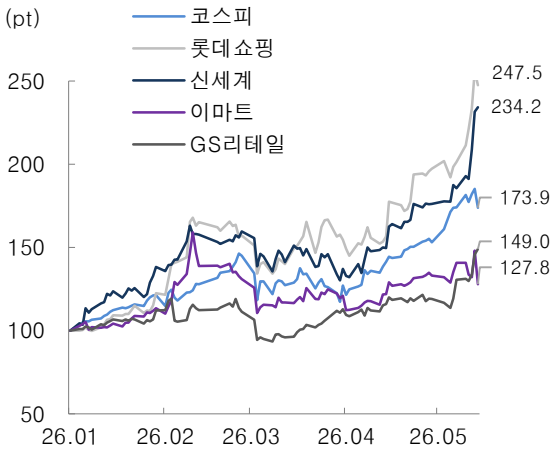
종목	신세계		롯데쇼핑		현대백화점		호텔신라		이마트		BGF리테일		GS리테일	
투자 의견	BUY		BUY		BUY		BUY		BUY		BUY		BUY	
목표주가	600,000원		200,000원		145,000원		90,000원		150,000원		170,000원		30,000원	
현주가 (5/20)	494,500원		153,100원		103,800원		56,000원		88,500원		133,000원		26,250원	
Upside	21.3		30.6		39.7		60.7		69.5		27.8		14.3	
	2026F	2027F	2026F	2027F	2026F	2027F	2026F	2027F	2026F	2027F	2026F	2027F	2026F	2027F
매출액	7,289	7,823	15,544	16,388	4,491	4,649	4,091	4,372	30,562	31,378	9,558	10,073	12,390	12,706
영업이익	659	764	736	826	418	472	203	245	574	621	290	324	352	378
OPM	9.0	9.8	4.7	5.0	9.3	10.1	5.0	5.6	1.9	2.0	3.0	3.2	2.8	3.0
%yoy	37.2	16.0	34.6	12.2	10.5	13.0	1399.9	20.8	77.8	8.3	14.3	11.8	20.4	7.4
순이익	371	451	336	415	305	382	136	159	266	322	230	257	234	259
ROE	6.5	7.4	2.2	2.7	6.5	7.6	11.7	12.2	2.5	2.9	16.5	16.5	6.9	7.1
PBR	1.0	0.9	0.3	0.3	0.5	0.4	1.8	1.6	0.2	0.2	1.6	1.4	0.6	0.6
PER	15.8	12.9	12.9	10.4	7.5	5.9	16.4	14.1	9.4	7.7	10.0	8.9	9.4	8.5

# 주가, 밸류에이션

## 자산 효과, 인바운드 매출 성장률이 주가 수익률 결정

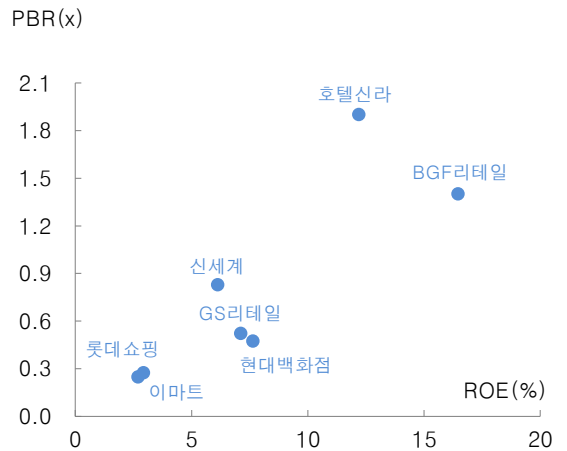
- 주요 유통기업들의 주가는 연초대비 양호한 수익률을 보였으나 백화점 사업자들이 KOSPI 수익률을 압도하는 높은 수익률 기록. 과거에 없던 외부 수요 트래픽이 발생하면서 성장성이 부각되고 있기 때문
- 대부분 보유 순자산가치 대비 낮은 valuation 상태. 이는 유통산업 특성상 전국 주요 지역에 핵심 부동산을 보유하고 있기 때문인데 그동안 낮은 성장성에 valuation이 저평가 상태였다가 최근 ROE가 개선되면서 valuation이 상승 중
- ROE가 계속 상승할 수 있는 기업들의 valuation은 계속해서 상승할 것으로 판단. 올해 주가 상승률을 보기 보다 valuation 상승 여력, 즉 ROE 개선 여력이 큰 기업별로 선별하여 접근하는 전략 필요

### 26년 주가 현황



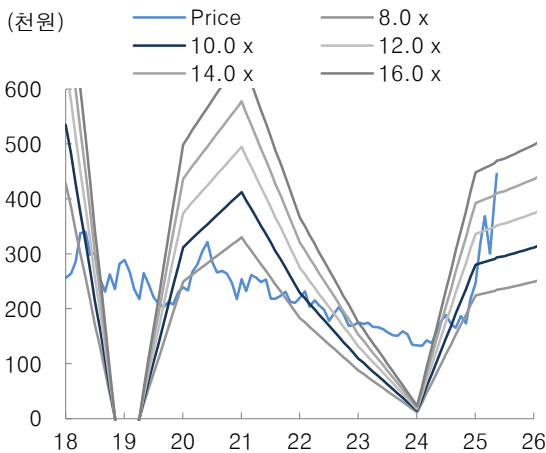
주: 2026.1=100, 자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

### 유통업체 ROE-PBR



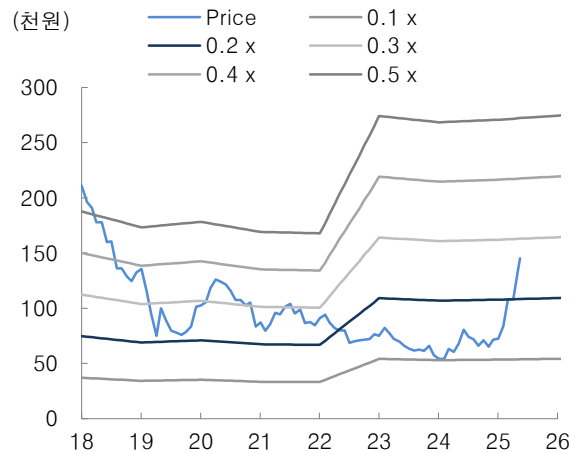
주: 2026년 추정치 기준, 자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

### 신세계 12M FWD PER Band



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

### 롯데쇼핑 12M FWD PBR Band



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

# 주주 환원. 기업가치 제고계획

## 26년부터 실적 개선을 통해 점진적 주주환원을 상승 기대

- **신세계:** 25~27년 매년 자기주식 20만주(2%) 이상 소각. 25~27년 주당 배당금 30% 이상 점진적 확대. 24~27년 최소 주당 배당금 4,000원
- **롯데쇼핑:** 24~26년 3개년 주주환원을 35% 이상 지향, 최소 주당배당금 3,500원
- **현대백화점:** 25년부터 100억원 이상 중간배당 시행. 배당 지급일 기준 '27년 배당금 총액 500억 수준까지 단계적 확대 지향 ('26년 결산배당 + '27년 중간배당 기준)
- **이마트:** 최저 배당 25% 상향 (2025 ~ 2027 사업연도). 기존 주당 배당금 2,000원에서 주당 2,500원으로 상향. 자사주 2% 이상 소각 (2025 ~ 2026년) (매년 28만주 소각)
- **GS리테일:** 배당성향은 비경상 손익 제외한 지배지분 연결 당기순이익의 40%수준 유지
- **BGF리테일:** 중장기 연결기준 주주환원을 40%까지 단계적 확대 목표. 주주환원은 현금배당 중심

기업	주가 (원)	배당 26(%)	배당성향 26(%)	DPS 26(원)	시가총액 (조원)	TSR 26(%)	자사주 26(십억원)	TSR 26(십억원)	세계헤택
신세계	494,500	1.1	16.2	5,500	4.7	1.0	-	48	분리과세
롯데쇼핑	153,100	2.6	33.5	4,000	4.3	2.6	-	113	분리과세
현대백화점	103,800	2.1	14.3	2,150	2.2	2.1	-	44	분리과세
이마트	88,500	2.8	49.2	2,500	2.4	2.7	-	67	분리과세
BGF리테일	133,000	3.1	30.8	4,100	2.3	3.1	-	71	분리과세
GS리테일	26,250	2.3	26.5	600	2.2	2.3	-	62	분리과세

주: 주가는 5월 20일 종가 기준, 자료: 각사, 대신증권 ResearchCenter

# Key Chart 1

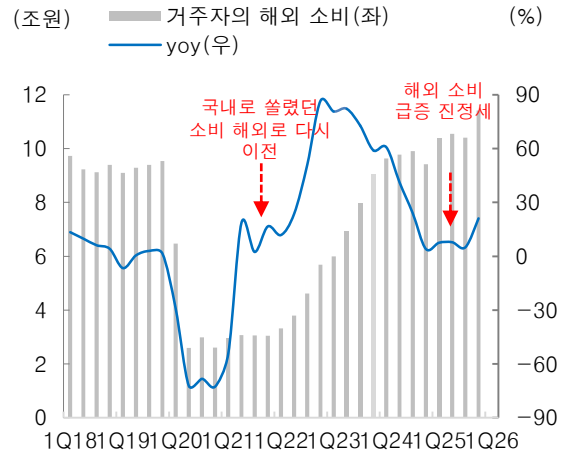
- 한국의 소비는 수출에 크게 영향을 받는 구조. 글로벌 반도체산업 호황으로 한국 수출 급증
- 반도체 등 주요산업 호황 및 정부의 적극적인 증시부양 정책에 힘입은 자산 효과로 내수 소비 회복
- 거주자의 해외 소비는 교환율 여건이 지속됨에 따라 다소 진정되는 흐름. 이는 내수 소비에 긍정적 영향
- 국내 소매 판매액 증가율은 25년 1,2분기에 1%대에 그쳤으나 25년 3분기부터 3%대 진입하며 의미 있는 성장세 나타나기 시작. 소비자들의 구매 행위 자체가 증가하고 있음이 확인

## 수출증가율 & 소비자심리지수



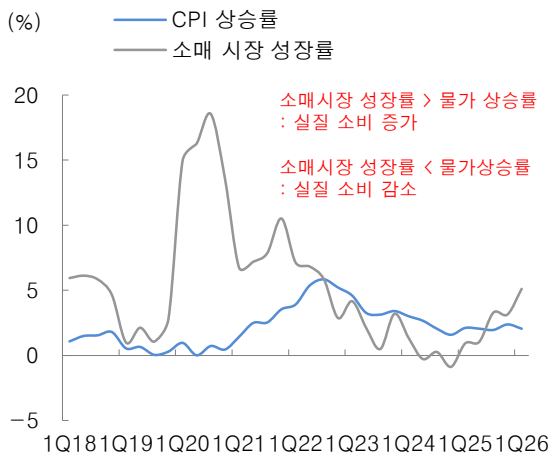
자료: 산업통상자원부, 한국은행, 대신증권 Research Center

## 거주자의 해외 소비 추이



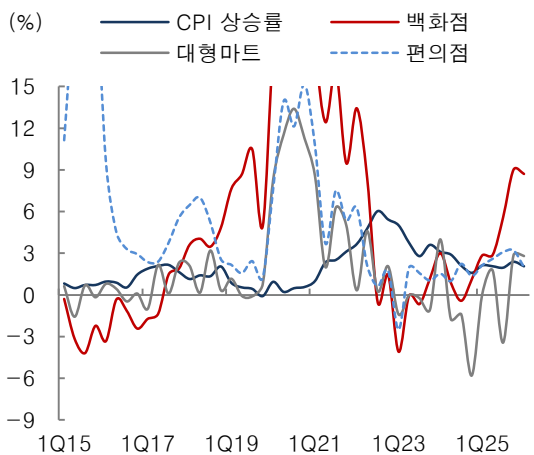
자료: 한국은행, 대신증권 Research Center

## CPI 상승률 & 국내 소매판매액 증가율



자료: 산업통상자원부, 한국은행, 대신증권 Research Center

## CPI 상승률 & 소매 채널별 ASP 상승률

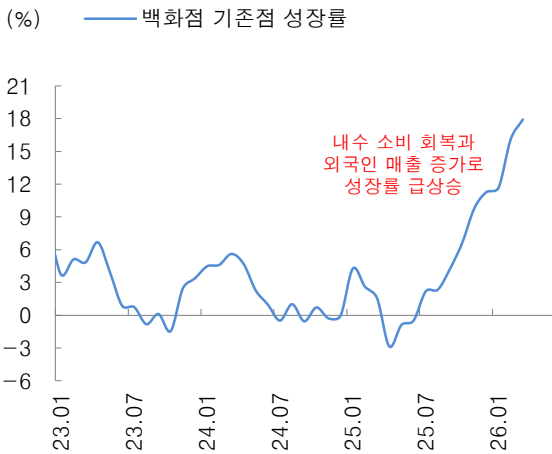


자료: 산업통상자원부, 한국은행, 대신증권 Research Center

# Key Chart 2

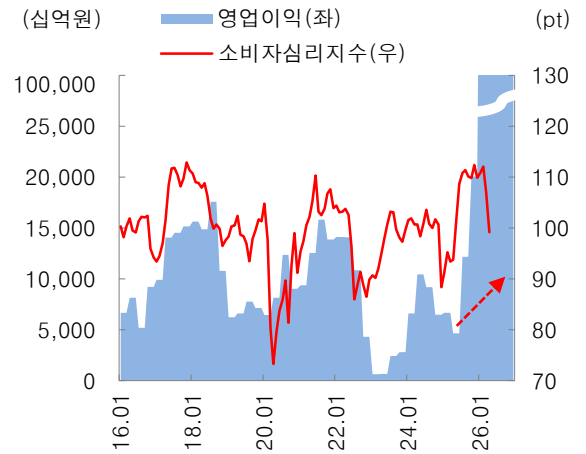
- 국내 백화점 업계는 내국인의 자산 효과에 따른 소비 증가 뿐 아니라 외국인 소비 증가가 성장을 견인. 외국인들이 주로 구매하는 럭셔리 매출 증가와 내국인의 구매력 확대에 따른 정상가격 구입 비중 상승으로 기존점 성장률이 HSD%으로 크게 상승
- 우리나라 수출의 절반을 차지하는 반도체 산업 영향으로 반도체 시장 호조가 수출 호조로 이어지며 GDP 성장을 견인할 경우 GDP에서 수출이 차지하는 비중이 큰 우리나라의 내수 소비심리가 좋아지는 구조이므로 실제 삼성전자의 영업이익과 소비심리는 매우 상관 관계가 높게 형성되는 특징
- 일본의 인바운드효과 : 우리보다 1년 먼저 방문 외국인 숫자가 코로나 이전 수준을 넘어선 일본의 경우 방일 외국인수가 급증했던 2022-2024년 시기에 외국인 소비 급증으로 일본 내수 시장 성장률이 GDP 성장률을 상회. 한국이 지금 유사한 상황을 맞이하고 있는데, 한국 백화점 업계는 일본을 2년 정도 시차를 두고 일본 백화점 상황을 재현하고 있음

## 백화점 기존점 성장률 추이



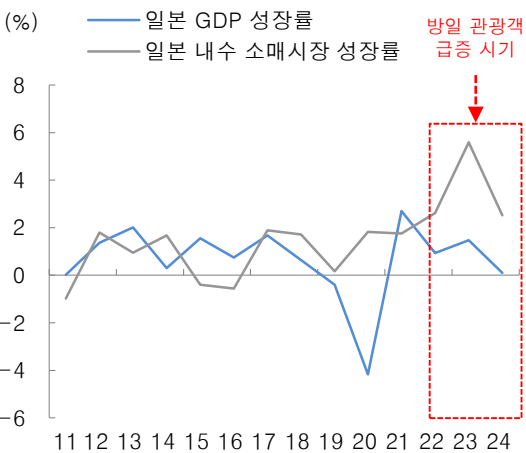
자료: 산업통상자원부, 대신증권 Research Center

## 삼성전자 영업이익 & 소비심리



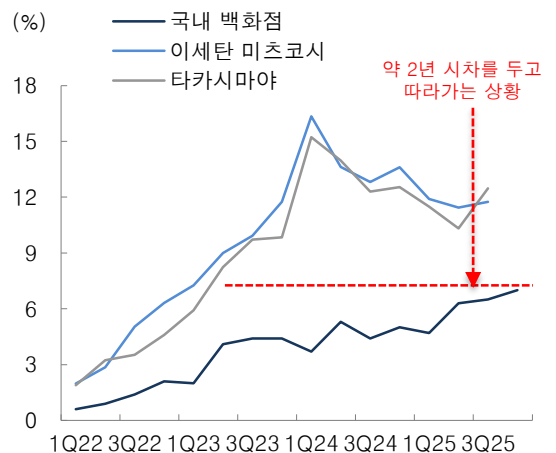
자료: 삼성전자, 대신증권 Research Center

## 일본 소매 시장 성장률 vs. GDP 성장률



자료: 일본통계국, 대신증권 Research Center

## 한국 & 일본 주요 백화점 외국인 매출 비중



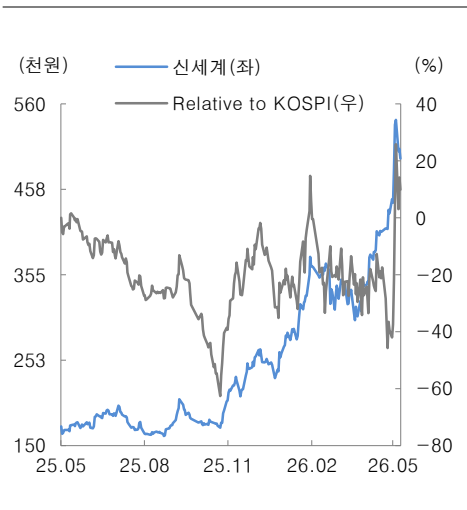
자료: 각사, 대신증권 Research Center

## 외국인, 패션, 럭셔리 고성장의 3박자

투자 의견	<b>BUY</b> (유지)
목표주가	600,000원 (유지)
현재주가 (26.05.20)	494,500원

KOSPI	7,208.95
시가총액	4,671십억원
시가총액비중	0.09%
자본금(보통주)	48십억원
52주 최고/최저	541,000원 / 161,200원
120일 평균 거래대금	247억원
외국인지분율	23.55%
주요주주	정유경 외 3인 29.80% 국민연금공단 13.47%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	32.6	40.7	112.7	192.4
상대수익률	14.4	13.4	18.2	5.5



- 투자 의견 BUY와 목표주가 600,000원(12개월 FWD 예상 P/E 15배) 유지
- 국내 백화점 업계는 주요 기업들의 실적 호조에 의한 상여금 증가로 소비 여력 증대와 인바운드 관광객 매출이 급증하며 새로운 성장 국면을 맞이하고 있음
- 중동지역 전쟁이 길어지면서 소비 둔화 우려가 부각되고 있음에도 불구하고 올해 백화점 산업은 양호한 성장이 지속될 전망
- 2분기 백화점 성장률은 1분기 보다 더 높은 14% 수준으로 파악. 백화점 기존점 성장률은 외국인 매출 증가에 힘입어 하반기에도 높은 수준이 유지될 것으로 전망
- 지난 22-24년 일본 백화점이 외국인 관광객이 증가하는 구간에서 영업이익률이 매해 2%p씩 상승하였고 valuation이 re-rating되었던 사례를 돌아해보면 한국 백화점도 같은 여건에서 주가 재평가가 당분간 지속될 것으로 전망
- 동사의 주요 계열사가 인바운드 외국인 관광객 증가에 모두 크게 수혜를 입는 업태로 올해 백화점 및 주요 자회사 실적이 큰 폭으로 동반 개선되는 모습이 지속될 전망. 그러나 여전히 저평가된 상태

(십억원, 원, %)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
매출액	6,570	6,929	7,289	7,823	8,376
영업이익	477	480	659	764	793
세전순이익	195	132	494	601	621
총당기순이익	187	65	371	451	466
지배지분순이익	108	14	297	361	419
EPS	10,948	1,440	31,247	38,186	44,357
PER	12.1	171.5	15.8	12.9	11.1
BPS	433,221	460,432	496,129	532,674	572,835
PBR	0.3	0.5	1.0	0.9	0.9
ROE	2.5	0.3	6.5	7.4	8.0

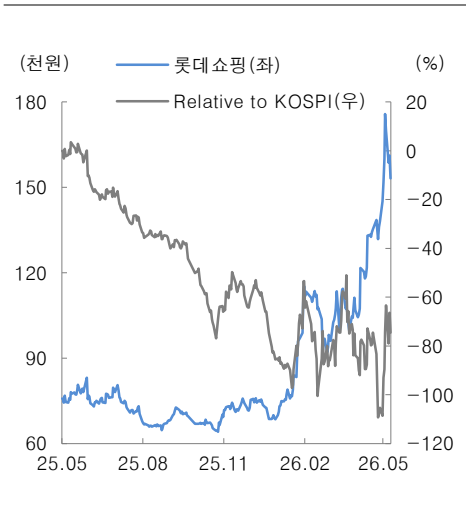
주: EPS와 BPS, ROE는 지배지분 수치 기준  
자료: KT, 대신증권 Research Center

## 핵심 지역의 핵심 랜드마크 점포

투자 의견	<b>BUY</b> (유지)
목표주가	200,000원 (유지)
현재주가 (26.05.20)	153,100원

KOSPI	7,208.95
시가총액	4,331십억원
시가총액비중	0.08%
자본금(보통주)	141십억원
52주 최고/최저	175,700원 / 64,100원
120일 평균 거래대금	143억원
외국인지분율	9.83%
주요주주	롯데지주 외 26 인 60.13% 국민연금공단 10.69%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	27.3	39.6	108.9	101.7
상대수익률	9.8	12.5	16.0	-27.2



- 투자 의견 BUY와 목표주가 200,000원(12M FWD PER 15배) 유지
- 백화점 부문이 국내 소비 회복과 인바운드 매출 고성장으로 마진이 예상보다 더 크게 개선 중
- 동사는 서울 주요 상권인 명동, 잠실뿐 아니라 최근 외국인 관광객 급증 지역인 부산에 핵심 점포를 보유함에 따라 백화점 경쟁력 재평가 중
- 1분기에 이어 2분기에도 외국인 매출 증가율 90-100% 수준. 이에 따라 전사 영업이익의 대부분을 차지하는 백화점 사업부의 영업이익률이 과거 5~6%대에서 7~8% 수준 달성으로 향후 2-3년간 손익 개선의 강도가 매우 세게 나타날 전망
- 동사는 과거 낮은 ROE로 PBR도 여전히 낮은 상태(0.2배). 그러나 2016-2017년 백화점 호황기 때 수정 평균 ROE 2% 수준에서 PBR이 0.5배를 기록했던 점 고려하면 향후 PBR이 상향 재평가될 가능성 매우 높다고 판단

(십억원, 원, %)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
매출액	13,987	13,738	15,544	16,388	16,642
영업이익	473	547	736	826	916
세전순이익	-1,021	83	442	545	645
총당기순이익	-994	74	336	415	490
지배지분순이익	-968	52	336	415	490
EPS	-34,219	1,822	11,862	14,654	17,316
PER	NA	39.8	12.9	10.4	8.8
BPS	548,061	536,787	541,357	548,764	558,874
PBR	0.1	0.1	0.3	0.3	0.3
ROE	-7.7	0.3	2.2	2.7	3.1

주: EPS와 BPS, ROE는 지배지분 수치 기준  
자료: KT, 대신증권 Research Center

# Compliance Notice

- 금융투자업규정 4-20조 1항5호사목에 따라 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없습니다.
- 당사의 금융투자분석사는 자료 작성일 현재 본 자료에 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다. 당사는 위 언급된 종목을 제외한 동자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 당사의 금융투자분석사는 본 자료의 작성과 관련하여 외부의 부당한 압력이나 간섭을 받지 않고 본인의 의견을 정확하게 반영하였습니다. (작성자: Research Center)
- 본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 Research Center의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 동 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.

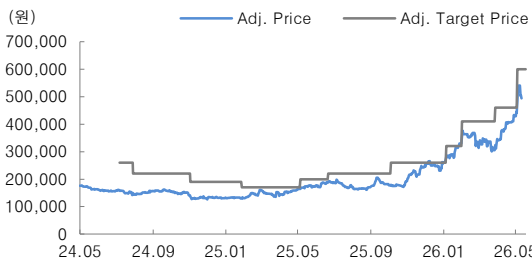
## 투자의견 비율공시

구분	Buy(매수)	Marketperform(중립)	Underperform(매도)
비율	89.9%	10.1%	0.0%

기준일자: 2026.05.20

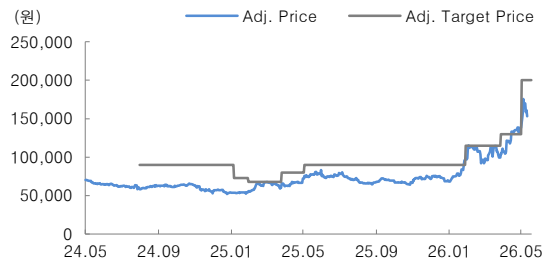
## [유통]

### 신세계(004170) 투자의견 및 목표주가 변경 내용



제시일자	26.05.26	26.05.13	26.04.06	26.02.09	26.01.14	25.10.13
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	600,000	600,000	460,000	410,000	320,000	260,000
과리율(평균.%)		(14.02)	(15.47)	(17.31)	(5.46)	(15.04)
과리율(최대/최소.%)		(9.83)	4.89	(8.17)	10.94	4.04
제시일자	25.06.30	25.05.14	25.02.05	24.11.11	24.08.07	24.07.15
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	220,000	200,000	170,000	190,000	220,000	260,000
과리율(평균.%)	(18.81)	(11.79)	(13.15)	(30.51)	(30.90)	(41.65)
과리율(최대/최소.%)	(6.59)	(5.55)	1.59	(27.21)	(26.23)	(38.96)

### 롯데쇼핑(023530) 투자의견 및 목표주가 변경 내용



제시일자	26.05.26	26.05.11	26.04.06	26.03.18	26.02.06	25.12.01
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	200,000	200,000	130,000	115,000	115,000	90,000
과리율(평균.%)		(19.28)	(5.48)	(8.40)	(9.30)	(15.63)
과리율(최대/최소.%)		(12.15)	11.54	0.17	0.17	7.78
제시일자	25.11.28	25.11.12	25.11.10	25.10.13	25.08.11	25.07.07
투자의견	Buy	6개월 경과 이후	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	90,000	90,000	90,000	90,000	90,000	90,000
과리율(평균.%)	(18.33)	(19.58)	(20.41)	(20.38)	(19.24)	(16.10)
과리율(최대/최소.%)	(18.33)	(17.44)	(7.67)	(7.67)	(7.67)	(7.67)
제시일자	25.05.12	25.04.04	25.02.07	25.01.14	24.11.20	24.11.16
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	90,000	80,000	68,000	73,000	90,000	90,000
과리율(평균.%)	(15.23)	(18.02)	(6.98)	(26.29)	(33.17)	(30.63)
과리율(최대/최소.%)	(7.67)	(9.88)	(0.15)	(25.48)	(26.67)	(26.67)