

유통 (Positive)

백화점 전성시대

: 지금은 일본백화점의 24년이 아닌 23년이다

롯데쇼핑 | 신세계 | 현대백화점



유통/의류/지주 이진협
jinhyeob.lee@hanwha.com
3772-7638

Summary

I. 백화점 전성시대

- ❖ 내수 반등 및 인바운드 모멘텀으로 4Q25부터 반등한 백화점의 기존점성장률이 1Q26 두 자리 수로 확장
- ❖ 백화점 매출 호조를 반영하며, 주가 강세 지속

II. 백화점 전성시대는 27년까지 이어질 것

- ❖ 최근 시장에서는 하반기 높아지는 기저 부담과 외국인 인바운드의 계절성으로 인해 백화점의 상고하저를 전망
- ❖ 당사는 최소 27년까지 백화점의 사이클이 확장될 수 있을 것으로 기대
- ❖ 주된 이유는 ①소득 혁명, ②인바운드 혁명이 나타나고 있기 때문
- ❖ ①소득 혁명 : 기업들의 실적 전망치가 큰 폭(KOSPI 영업이익 25년 305조원 → 26년(e) 644조원)으로 상향되면서 근로자의 소득 혁명으로 이어질 수 있을 전망. 소득 효과는 자산 효과보다 소비에 미치는 영향이 직접적이기에 소득 효과가 극대화될 경우, 자산 효과보다 우위에 있을 것
- ❖ ②인바운드 혁명 : 한일령을 기점으로 중국인 관광객의 프로필이 바뀜. 한일령 이후, 쇼핑을 목적으로 하는 관광객이 본격적으로 유입되며, 백화점이 부각. 중장기적으로 우리나라 백화점의 외국인 매출 비중은 일본(최대치 15%)을 상회할 수 있을 전망. 주된 요인은 럭셔리 매장의 구조의 차이. 이에 따라 타 국가와 달리 우리나라는 외국인 럭셔리 수요가 온전히 백화점으로 유입될 수 있을 것. 현 시점 외국인 매출 비중은 평균 6% 내외로 아직까지 올라갈 수 있는 잠재력이 크다 판단

III. 투자전략

- ❖ 현재 우리나라 백화점의 주가는 일본 백화점의 주가 피크였던 24년이 아니라 23년일 가능성이 높음. 24년 일본 백화점 대표 기업인 Isetan Mitsukoshi의 주가는 P/E 25배까지 리레이팅된 바 있음. 선부른 비중 축소보다는 백화점에 대한 비중확대 필요
- ❖ 롯데쇼핑 최선희주 의견 유지. 인바운드 수요 관점에서 명동/부산 등 입지적 장점이 부각될 수 있으며, 경쟁사 대비 다점포 구조이기에 상대적으로 영업 레버리지 효과가 강하게 나타날 수 있을 것. 대형마트 구조조정, 자회사 실적 턴어라운드 모멘텀도 긍정적



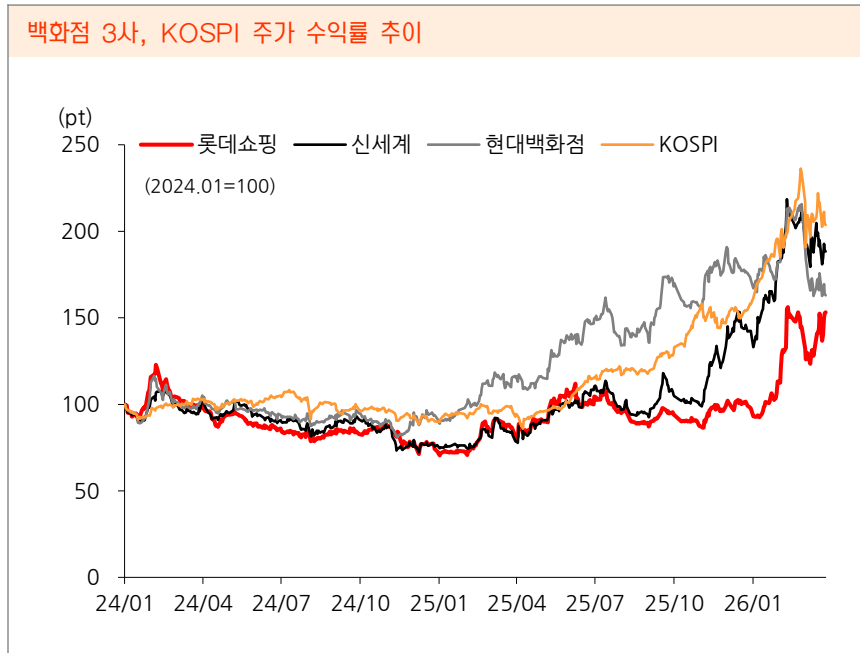
백화점 전성시대

[한화리서치센터]

❖ 지난해부터 백화점 중심의 주가 상승이 나타나고 있음

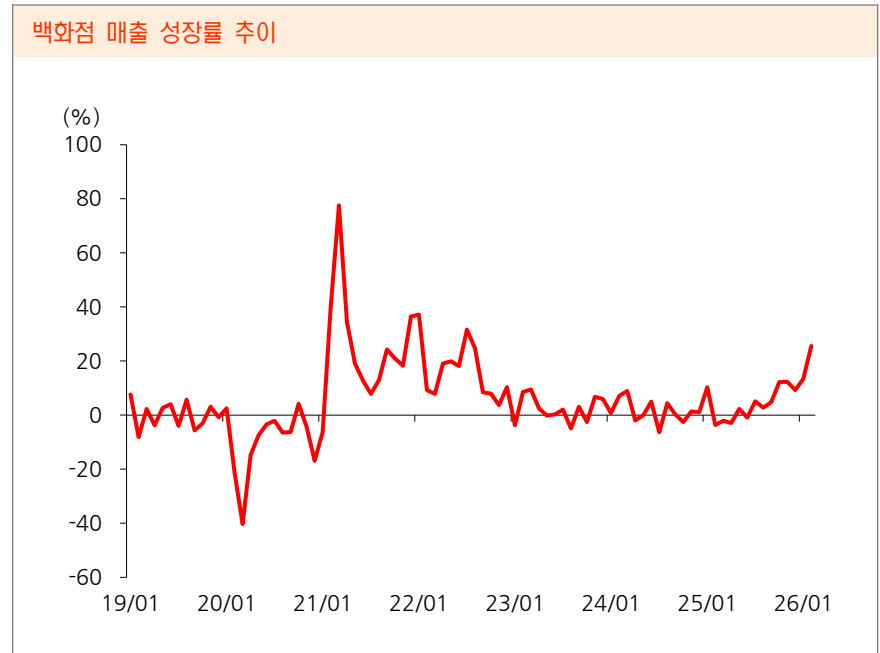
- 지난해 백화점 3사의 주가수익률은 65%로 반등 본격화
- 지난해의 흐름이 올해 상반기까지 이어지며 연초대비 롯데쇼핑 65%, 신세계 42%, 현대백화점 -2%를 기록 중
- 백화점 전성시대를 이끈 것은 단연 외형성장. 백화점 3사의 기존점성장률은 4Q25 +HSD% 이상에서 1Q26 +LDD% 이상으로 확대

백화점 3사, KOSPI 주가 수익률 추이



자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

백화점 매출 성장률 추이



자료: 산업자원통상부, 한화투자증권 리서치센터



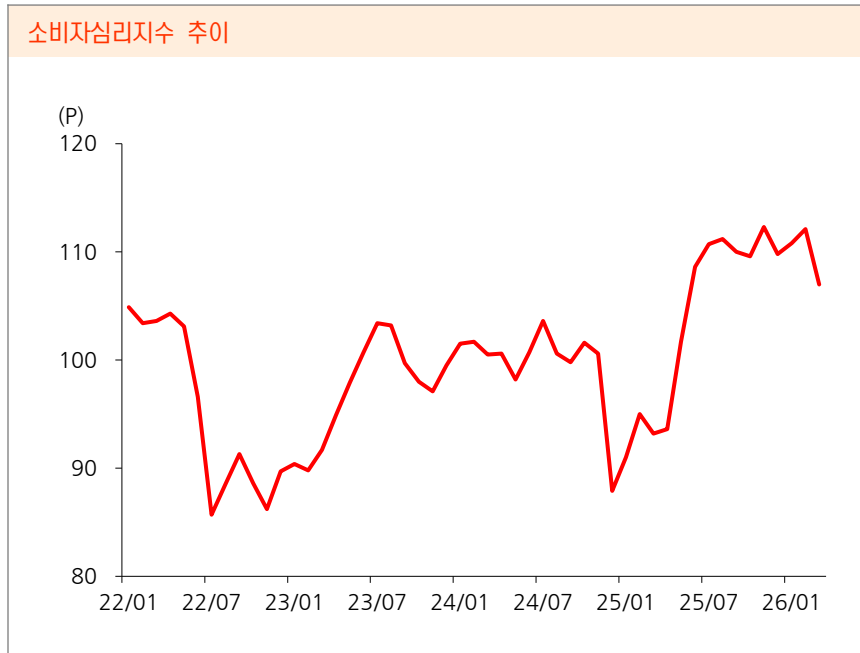
백화점 전성시대

[한화리서치센터]

❖ 백화점의 외형성장을 이끌고 있는 것은 내수 반등과 인바운드 매출 성장

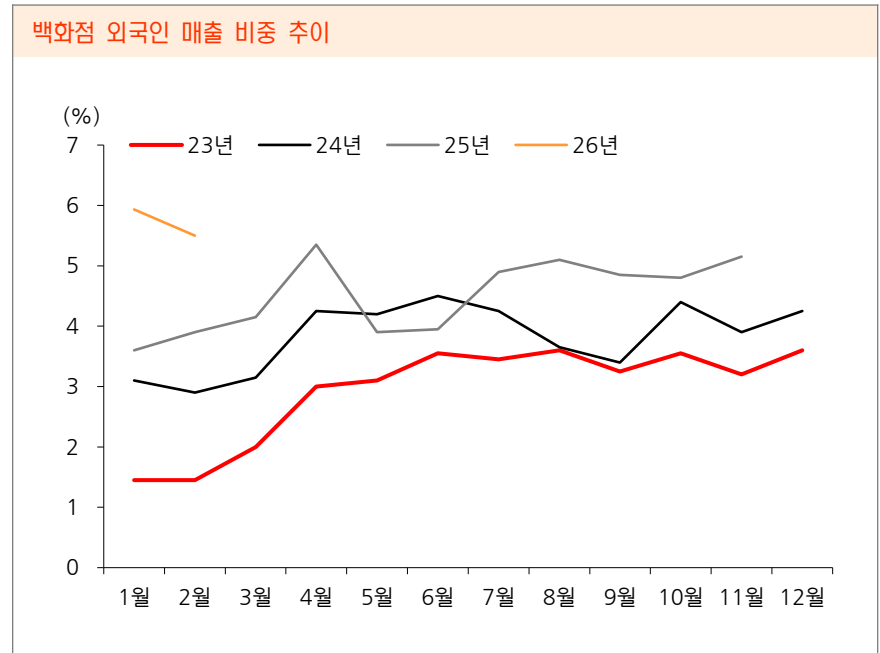
- 괄목할만한 자산 시장의 상승에 따른 부의 효과와 기업 인센티브 호조에 따른 소득 효과 등이 내수 소비 반등을 이끈 것으로 파악
- 한일령 이후 쇼핑 수요가 높은 중국인 관광객의 유입이 본격화되면서 백화점에 대한 인바운드 관광객의 선호도가 높아진 점도 백화점 외국인 매출이 더욱 부각된 계기가 되었음

소비자심리지수 추이



자료: 한국은행, 한화투자증권 리서치센터

백화점 외국인 매출 비중 추이



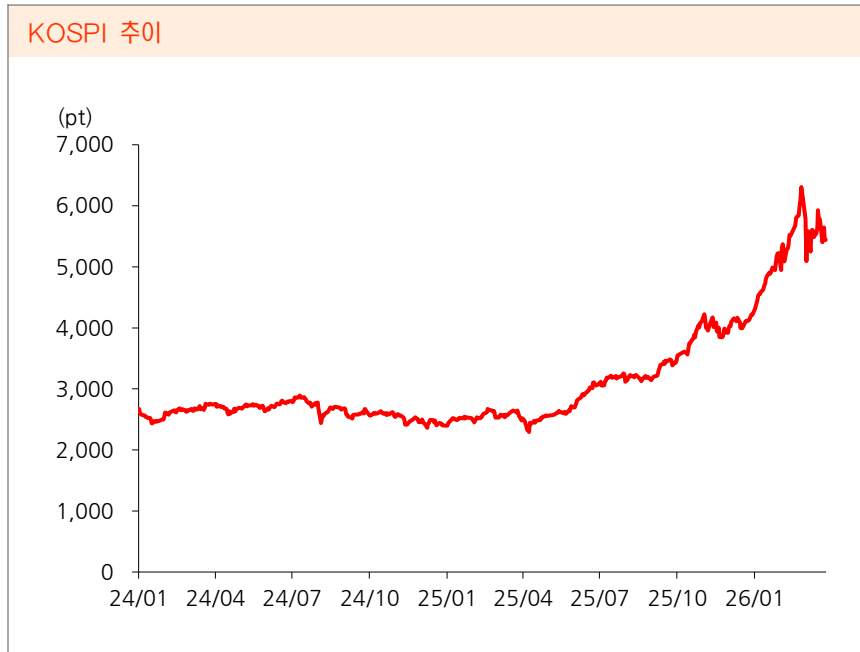
자료: 업계자료, 한화투자증권 리서치센터



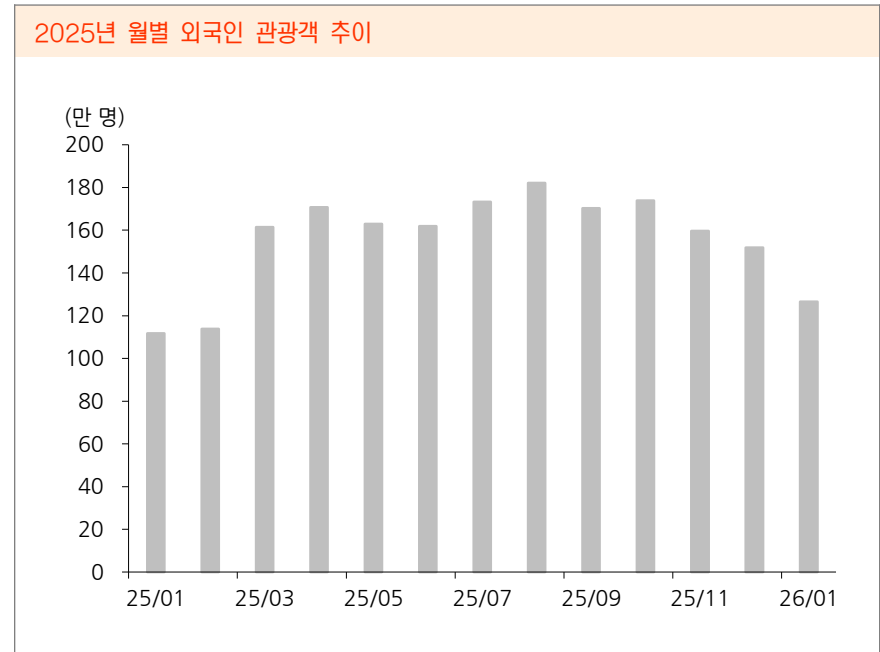
백화점 전성시대

[한화리서치센터]

- ❖ ‘백화점의 전성시대가 언제까지 이어질까?’에 대한 고민을 시작하는 시장
 - 백화점 강세가 상반기까지 이어질 것이라고 보는 것이 일반적인 시장의 시각
 - 이 같은 시각에 대한 이유는 1)하반기부터 높아지는 기저, 2)외국인 관광객의 계절성 등에 따른 것
 - 기대했던 인센티브 지급에 따른 소득효과가 상반기 집중될 수 있어, 자산 효과를 지지하던 주식시장이 최근 조정 받고 있다는 점에서 하반기 기저 부담이 나타날 수 있음을 고려한 것
 - 외국인 관광객 역시 최대 성수기는 2~3분기로 하반기 비수기 진입에 따른 쿨다운 가능성 존재



자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터



자료: 관광지식정보시스템, 한화투자증권 리서치센터

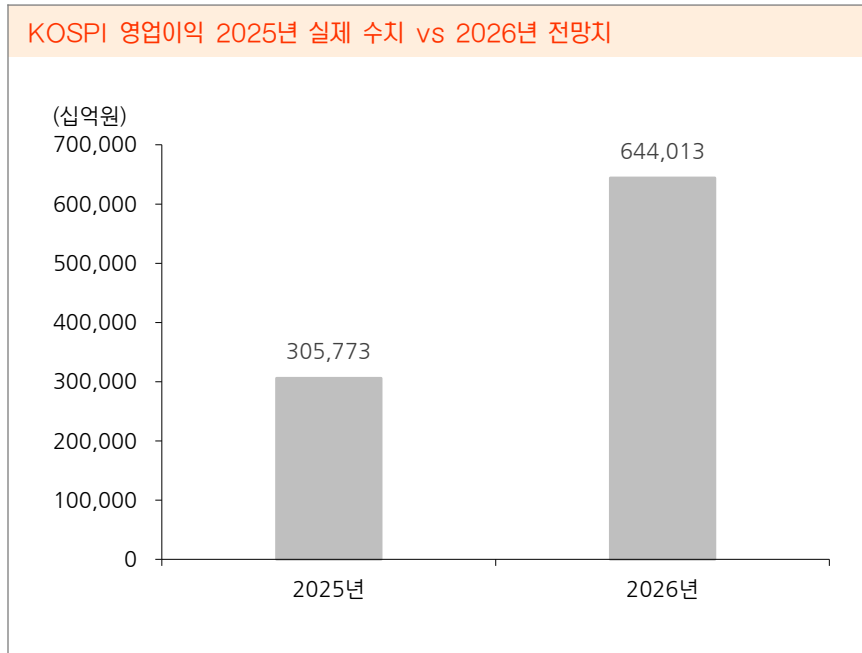


백화점 전성시대 소득 혁명

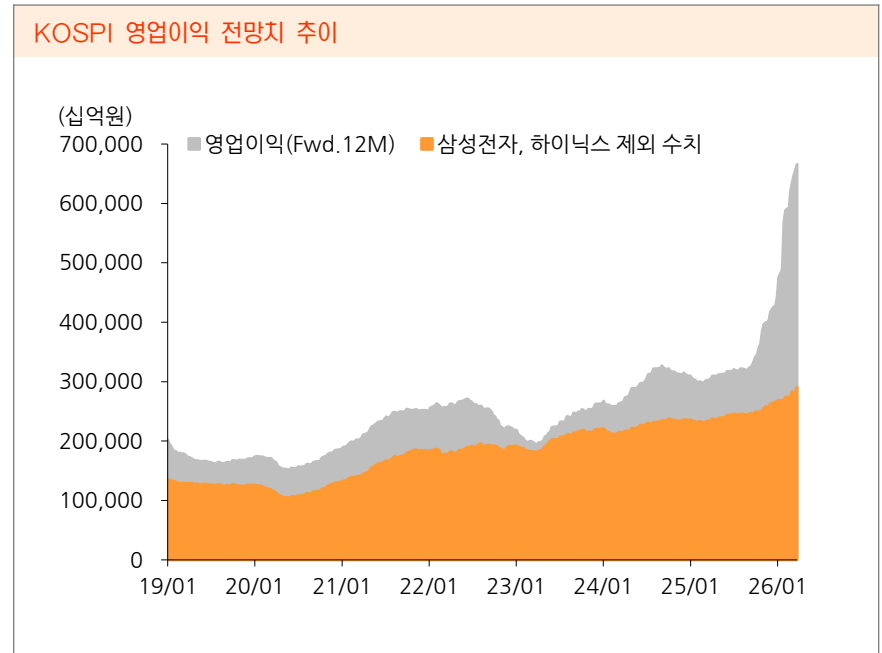
[한화리서치센터]

❖ 백화점의 사이클 더 길게 봐야할 것 ① ‘소득 혁명’

- 당사도 시장의 생각을 지지해왔으나, 단기적 사이클이 아닐 수 있으며, 이 사이클이 최소 27년까지 이어질 수 있을 것이라 의견을 전환
- 첫번째 이유는 소득 혁명의 초입일 수 있기 때문
- AI, 글로벌 파편화 등의 시류에서 국내 기업들의 실적 전망치가 지속적으로 상향되고 있음. 실적 전망치 상향이 근로자의 소득 혁명으로 이어지고 있음
- 쉽게 계산이 가능한 SK하이닉스의 26년 성과급 재원만 현재 컨센서스 기준 약 19조원 수준. 이는 지난해 우리나라 소매시장 규모 521조원 중 약 4% 수준에 해당



자료: Quantiwise, 한화투자증권 리서치센터



자료: Quantiwise, 한화투자증권 리서치센터



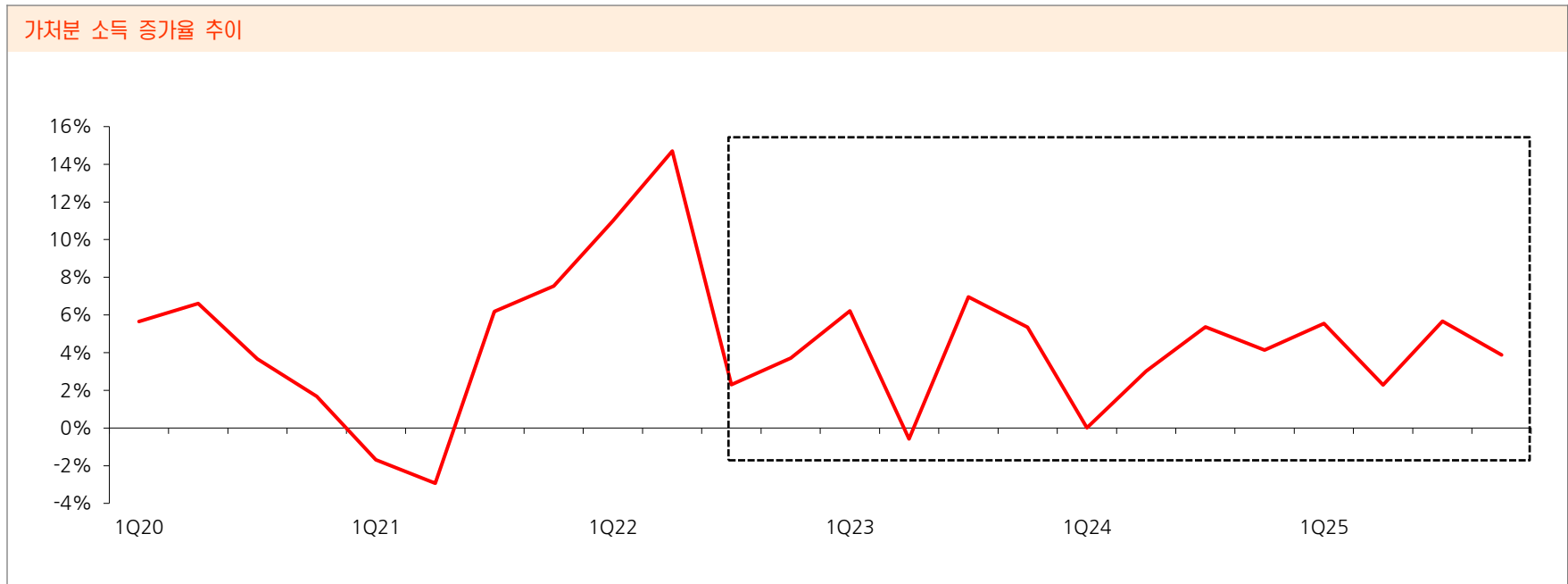
백화점 전성시대 소득 혁명

[한화리서치센터]

❖ 백화점의 사이클 더 길게 봐야할 것 ① ‘소득 혁명’

- 지금까지 소비를 설명할 때, 자산 효과에 집중했던 이유는 가처분소득의 증가가 +LSD%에 불과했기 때문이라 판단
- 소득 효과가 자산 효과 대비 소비에 미치는 영향이 보다 직접적일 수 있기에 소득 효과가 극대화될 경우, 자산 효과보다 우위에 있을 것
- 이에 최근 주식시장, 부동산시장 등 자산 시장의 일시 조정에 따른 내수 소비의 약세를 전망하기보다는 소득 혁명에 따른 소비 강제 전망이 적절할 것이라 판단

가처분 소득 증가율 추이



자료: 통계청, 한화투자증권 리서치센터

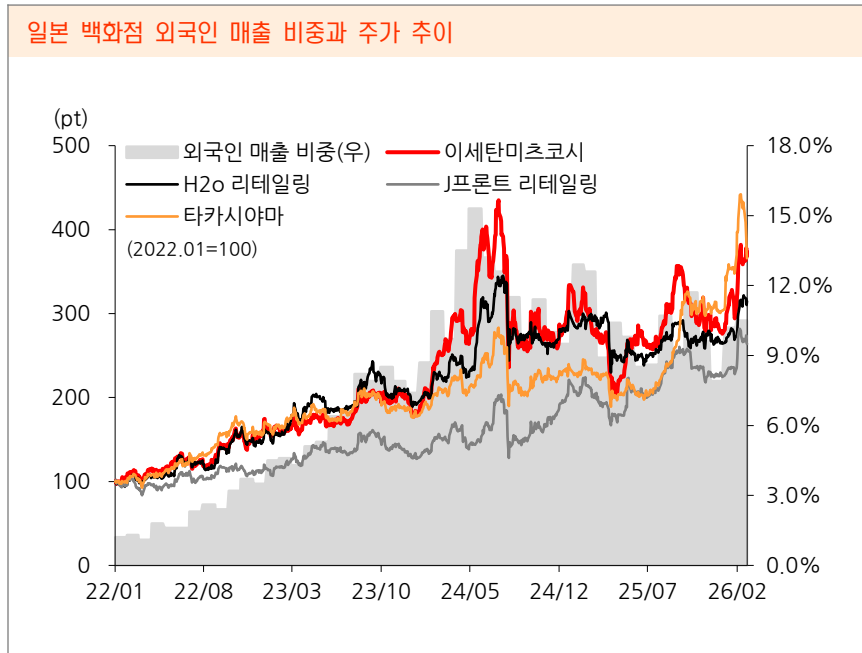


백화점 전성시대 인바운드 혁명

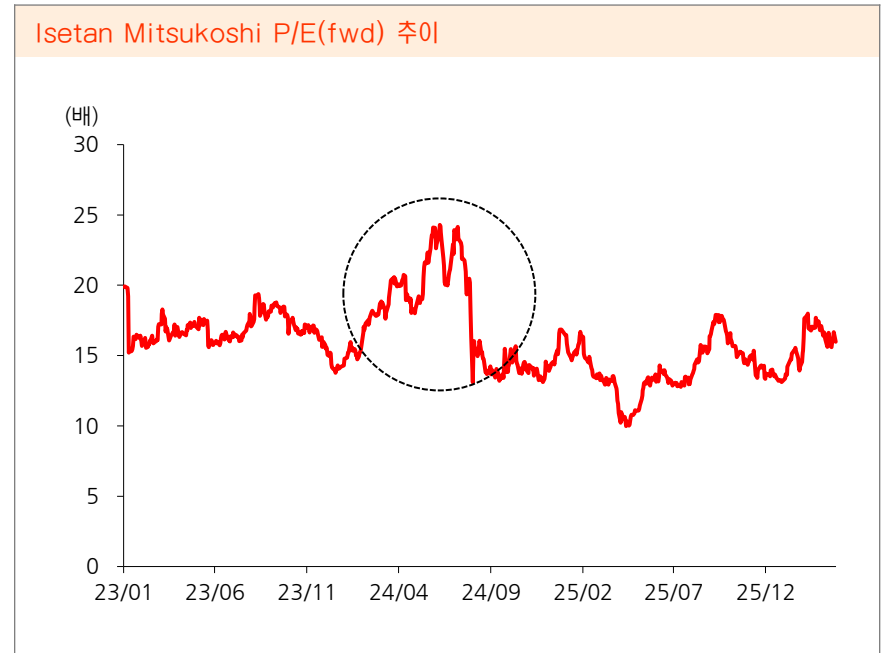
[한화리서치센터]

❖ 백화점의 사이클 더 길게 봐야할 것 ② ‘인바운드 혁명’

- 엄밀히 말하자면, 현재 백화점의 기존점 성장에 외국인의 기여는 3~4% 내외에 불과. 매출 비중이 제한적이기 때문
- 그럼에도 백화점의 투자에 있어, 외국인 매출에 관심을 가지는 이유는 단순히 내수 중심의 산업이었던 백화점이 인바운드 수혜주로 확장되면서 밸류에이션 확장을 자극하고 있기 때문
- 우리가 자주 참조하는 일본 백화점에서도 외국인 매출 비중이 백화점의 주가를 설명하였고, Isetan Mitsukoshi의 경우 P/E 25배까지 밸류에이션 확장을 경험



자료: 일본백화점협회, Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터



자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

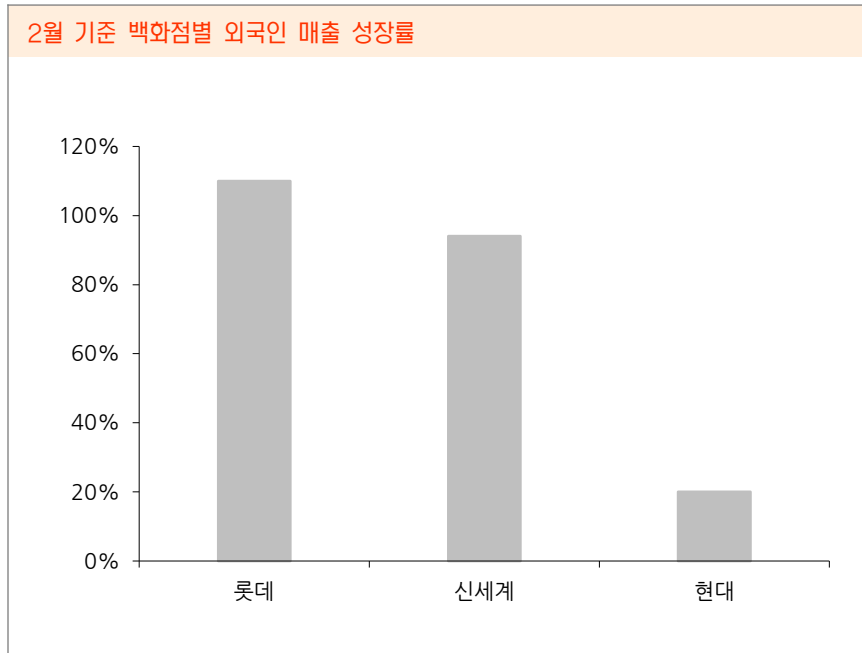


백화점 전성시대 인바운드 혁명

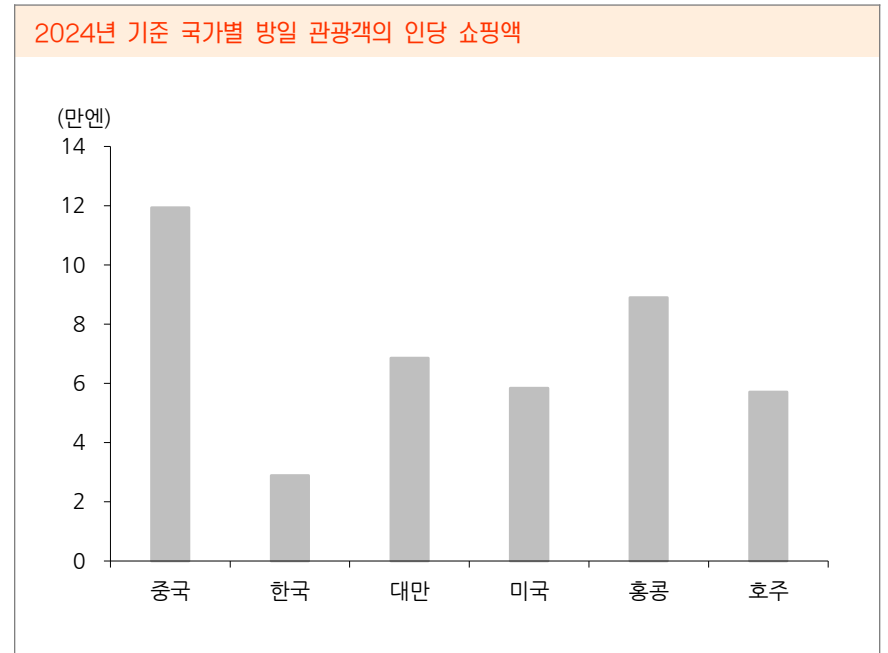
[한화리서치센터]

❖ 백화점의 사이클 더 길게 봐야할 것 ② ‘인바운드 혁명’

- 특히 한일령 이후 인바운드 관점에서 백화점에 대한 관심이 늘어나고 있는 데, 이는 한일령을 기점으로 중국인 관광객의 프로필이 바뀌었기 때문이라 판단
- 한일령 이전에는 K컬처에 관심이 많은 MZ세대를 중심으로 한국에 유입되었고, 사업자로는 올/다/무, 상권으로는 성수동/한남동 등이 부각
- 한일령 이후에는 쇼핑을 목적으로 일본을 방문했던 관광객이 우리나라로 유입되면서, 백화점이 부각. 상권으로는 명동이 각광을 받게 됨
- 참고로 24년 기준 인당 방일 중국인 쇼핑액은 12만엔으로 기타 국가 대비 2~4배 수준. 홍콩인도 9만엔. 이는 중국/홍콩 관광객이 구매력이 높다는 점과 그들의 여행의 목적이 쇼핑에 있다는 점 등 두 가지 함의를 가진 데이터



자료: 업계자료, 한화투자증권 리서치센터



자료: 업계자료, 한화투자증권 리서치센터

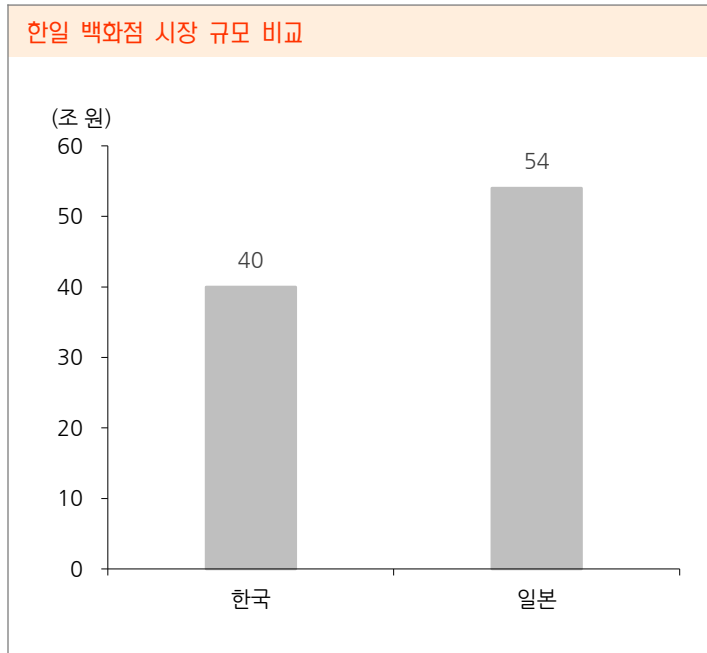


백화점 전성시대 인바운드 혁명

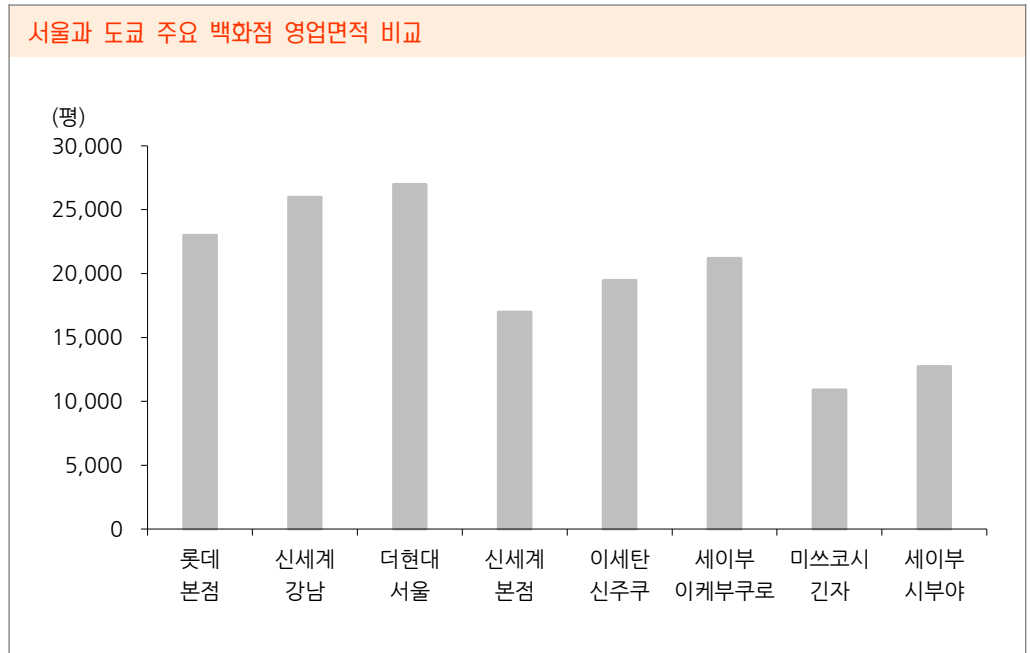
[한화리서치센터]

❖ 백화점의 사이클 더 길게 봐야할 것 ② ‘인바운드 혁명’

- 당사는 중장기적으로 우리나라 백화점의 외국인 매출 비중이 일본 백화점의 외국인 매출 비중 피크인 15% 이상을 기록할 수 있을 것으로 전망
- 백화점 산업 규모의 차이(우리나라 40조원 vs 일본 54조원)가 있음. 또한 럭셔리 매장의 구조가 다르기 때문. 우리나라는 백화점의 럭셔리 부티크가 강세를 보이지만, 일본, 유럽, 미국 등 해외는 로드샵 부티크가 강세. 해외는 관광객의 럭셔리 수요가 로드샵과 백화점으로 분산되지만, 우리나라는 온전히 백화점으로 유입될 수 있기 때문



자료: 일본백화점협회, 유통업계, 한화투자증권 리서치센터



자료: 업계자료, 한화투자증권 리서치센터

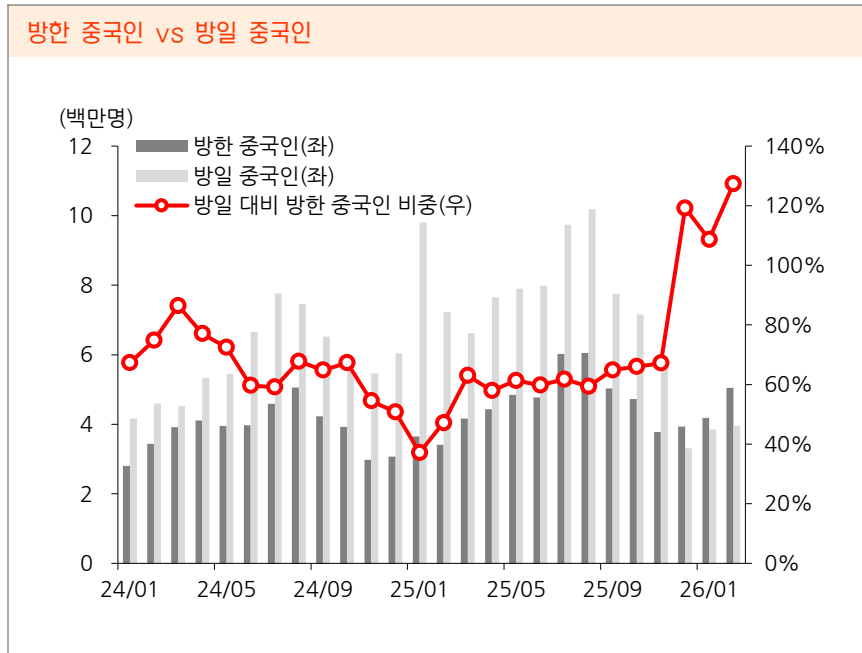


백화점 전성시대 인바운드 혁명

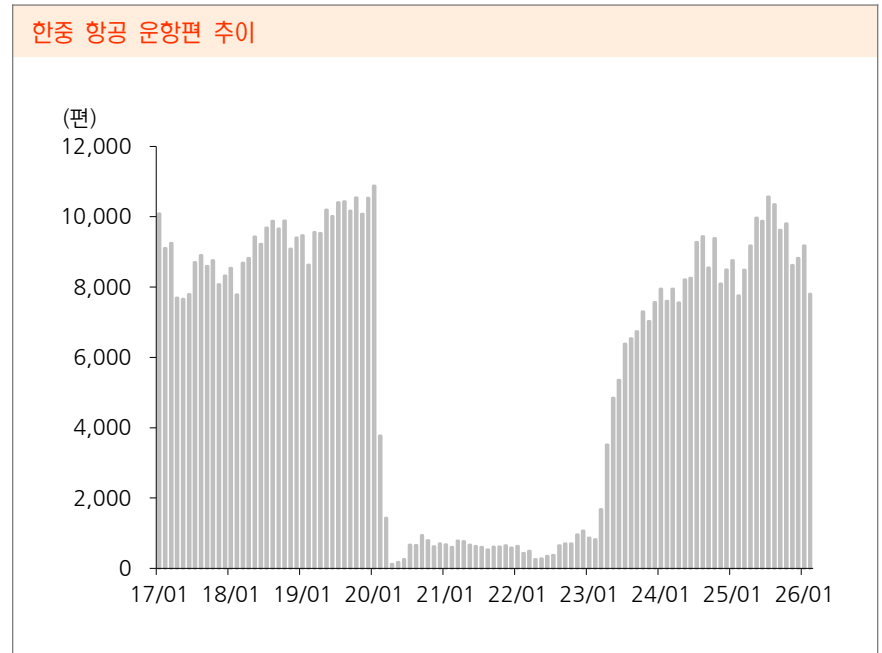
[한화리서치센터]

❖ 백화점의 사이클 더 길게 봐야할 것 ② ‘인바운드 혁명’

- 현 시점에서 백화점의 외국인 매출 비중은 평균 6% 수준에 불과. 아직까지 올라갈 수 있는 포텐셜이 크다는 판단
- 25년 기준 1,000만명에 육박하는 방일 중국인(참고. 25년 방한 외국인 1,870만명)을 수용할 수 있는 항공편/숙박시설 등의 인프라가 충분히 준비되지 못했으며, 방한 선호도를 끌어올려야 하는 시점이기 때문에 올해 온전히 이들이 한국으로 유입되기 보다는 27년, 28년까지 지속적으로 확대될 수 있을 것으로 전망



자료: 관광지식정보시스템, JNTO, 한화투자증권 리서치센터



자료: Airportal, 한화투자증권 리서치센터



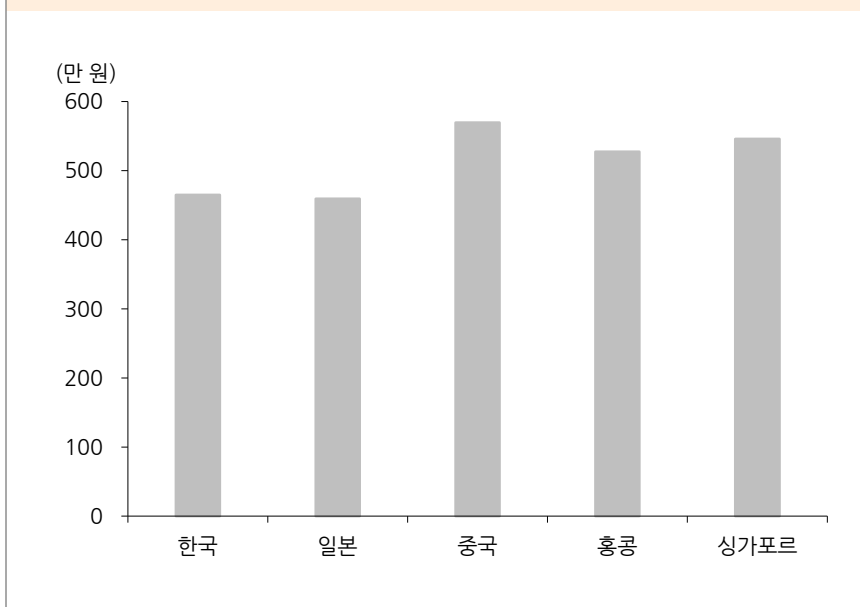
백화점 전성시대 인바운드 혁명

[한화리서치센터]

❖ 백화점의 사이클 더 길게 봐야할 것 ② ‘인바운드 혁명’

- 외국인 매출 관점에서 최근 나타나고 있는 원화 약세도 긍정적
- 다만, 환율이 하락한다고 해서 추세가 변화하지 않을 전망. 럭셔리 시장 내에서 한국의 중요도가 높아짐에 따라 럭셔리 사업자들이 한국을 전략적 요충지로 활용하고 있음. 이 같은 환경에서 가격, SKU 등 다양한 측면에서 한국에 여러 인센티브를 제공할 가능성이 높음

루이비통 온디고백 아시아 가격 비교



주: 3/31 기준
자료: LOUISVUITTON, 한화투자증권 리서치센터

Moncler 4Q25 실적 발표 내용 중 - 한국에 가격적 이점 제공 부분

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

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

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

자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터



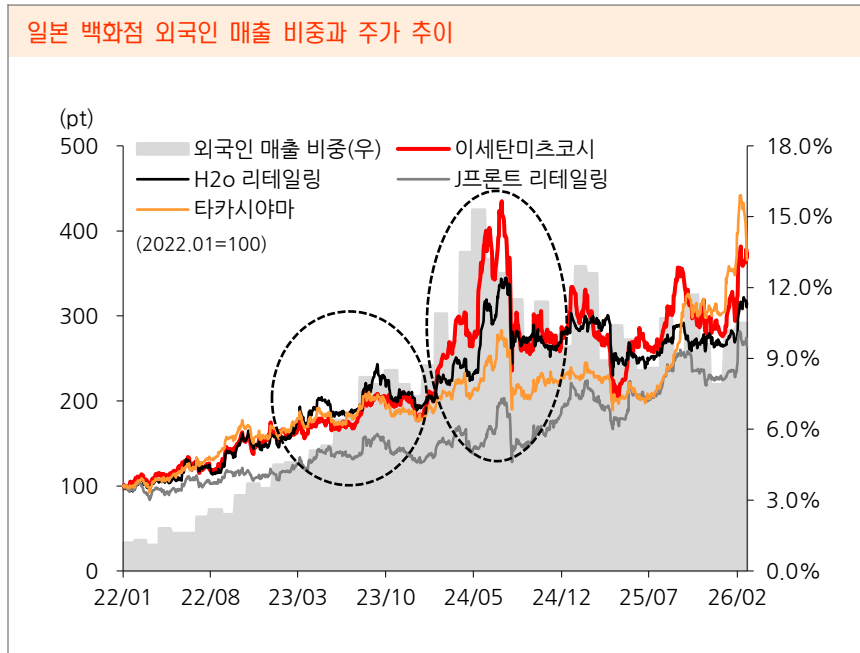
백화점 전성시대 투자전략

[한화리서치센터]

❖ 백화점에 대해 비중 확대 의견 유지

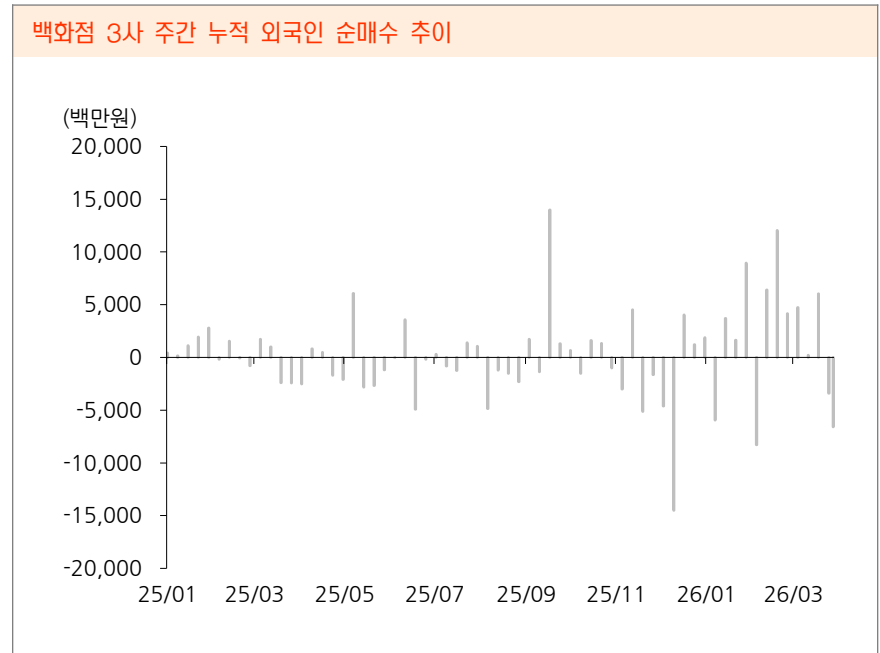
- 현재 우리나라 백화점의 주가는 일본 백화점의 24년이 아니라 23년일 가능성이 높음
- 백화점에 대해 설부른 비중 축소보다는 비중 확대 전략을 유지하는 것이 적절한 투자전략일 것
- 럭셔리 기업들의 한국 럭셔리 시장에 대한 코멘트가 잇따를 수 있을 것으로 전망되며, 이에 외국인 투자자의 관심이 환기될 수 있을 것
- 유통업종 최선호주는 롯데쇼핑 유지. 명동/부산 등 입지에 따른 외국인 매출에 차별화된 수혜가 전망되며, 경쟁사 대비 다점포이기에 상대적으로 고정비율이 높아 현재와 같이 백화점의 매출 성장이 강할 때 영업 레버리지 효과가 강하게 나타날 수 있을 것. 대형마트 구조조정 모멘텀, 자회사 실적 턴어라운드 모멘텀도 긍정적

일본 백화점 외국인 매출 비중과 주가 추이



자료: 일본백화점협회, Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

백화점 3사 주간 누적 외국인 순매수 추이



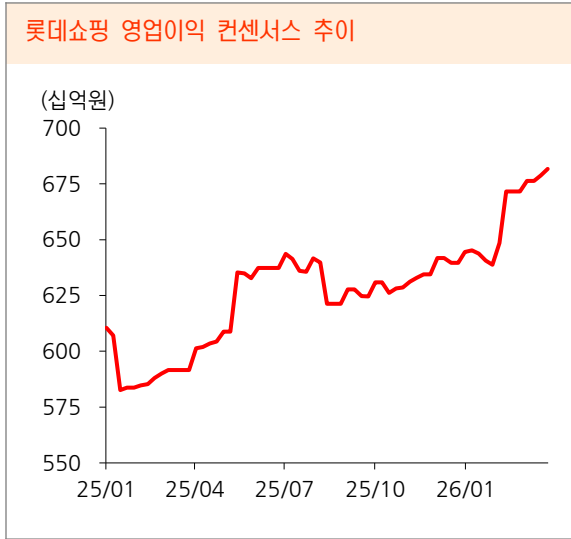
자료: Quantiwise, 한화투자증권 리서치센터



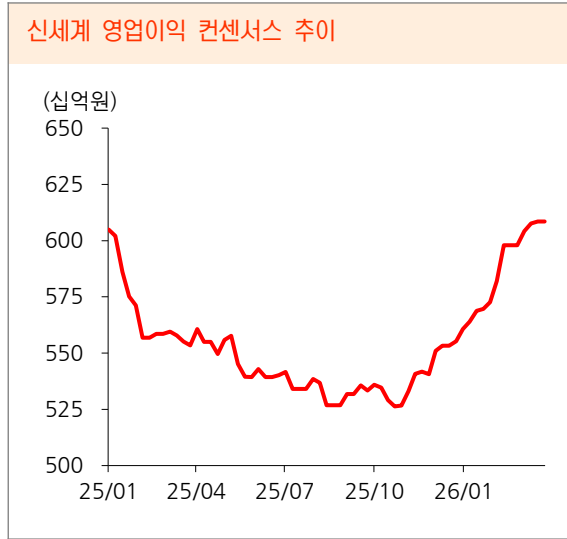
백화점 전성시대 Appendix

[한화리서치센터]

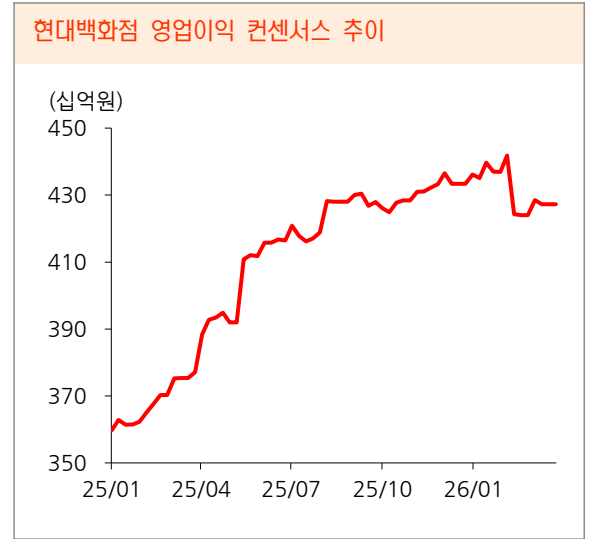
▶ 26년 백화점 영업이익 컨센서스 추이



자료: Quantwise, 한화투자증권 리서치센터



자료: Quantwise, 한화투자증권 리서치센터



자료: Quantwise, 한화투자증권 리서치센터

유통업종 커버리지 밸류에이션

기업	시가총액 (십억원)	주가	P/E(배)		P/B(배)		ROE(%)	
			26E	27E	26E	27E	26E	27E
롯데쇼핑 (023530)	3,038	목표주가(원)	150,000					
		현재주가(원)	107,400	7.1	6.2	0.2	0.2	2.8
신세계 (004170)	2,980	목표주가(원)	470,000					
		현재주가(원)	309,000	9.1	6.4	0.6	0.6	6.5
현대백화점 (069960)	1,806	목표주가(원)	120,000					
		현재주가(원)	79,800	6.3	5.7	0.4	0.4	5.9

주: 3월 30일 종가, 당사 추정치 기준
 자료: Quantwise, 한화투자증권 리서치센터



롯데쇼핑 (023530) 대장 탈환

[한화리서치센터]

Buy (유지)

목표주가(유지): 150,000원

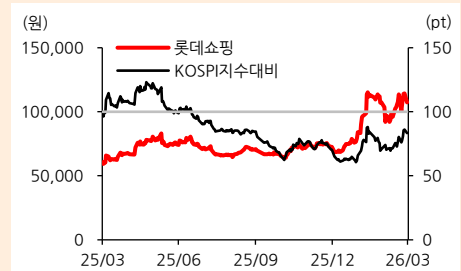
Stock Data

현재 주가(3/30) 107,400원
 상승여력 ▲ 39.7%
 시가총액 30,382억원
 발행주식수 28,289천주
 52주 최고가/최저가 115,200/59,300원
 90일 일평균 거래대금 147.77억원
 외국인 지분율 10.6%

주주 구성

롯데지주 (외 27인) 60.1%
 국민연금공단 (외 1인) 10.1%
 자사주 (외 1인) 0.1%

Stock Price



1Q26 Preview

- 1Q26 영업이익 2,290억원(+55% YoY) 기록할 것으로 추정되어, 영업이익 컨센서스(1,912억원) 상회 예상
- 내수 강세 및 인바운드 매출 성장에 힘입어 1Q26 백화점 기준점성장률 +12% YoY 추정. 외형 고성장에 따른 영업레버리지 효과로 국내 백화점 영업이익 1,780억원(+39% YoY) 예상
- 1Q26 할인점 기준점성장률 +1% YoY 추정되어, 4Q25의 일시적 부진에서 턴어라운드. 홈플러스 구조조정 영향으로 프로모션 강도 약화되며, 국내 할인점 영업이익 턴어라운드 전망
- 기타 자회사 수익성 안정적, 컬처웍스의 경우, 박스오피스 호조로 실적 턴어라운드 전망

대장 탈환

- 명동/부산 등 당사가 주목하는 인바운드 선호 입지에 대형점이 위치하고 있어 상대적 외국인 매출 강세 전망. 다점포 구조 하에서 상대적으로 높은 고정비용은 매출 성장기에 영업레버리지 효과 극대화시킬 수 있을 것
- 대형마트 구조조정 모멘텀은 2Q26부터 강해질 것으로 전망

투자 의견 BUY, 목표주가 15만원 유지

- 롯데쇼핑에 대해 투자 의견 BUY와 목표주가 15만원을 유지. 당사 유통업종 최선호주 의견 또한 유지

재무정보	2023	2024	2025	2026E	2027E
매출액	14,556	13,987	13,738	14,123	14,554
영업이익	508	473	547	759	822
EBITDA	1,682	1,589	1,603	1,806	1,855
지배주주순이익	174	-968	52	426	488
EPS	6,165	-34,219	1,822	15,067	17,246
순차입금	11,359	11,862	11,413	10,974	10,290
PER	12.2	-3.1	58.9	7.1	6.2
PBR	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2
EV/EBITDA	8.0	9.4	9.0	7.8	7.2
배당수익률(%)	5.1	3.5	3.7	3.7	4.7
ROE	1.8	-7.7	0.3	2.8	3.1

자료: 한화투자증권 리서치센터



롯데쇼핑 (023530) 대장 탈환

[한화리서치센터]

롯데쇼핑 실적 추정											
(십억 원, %, % YoY)	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26E	2Q26E	3Q26E	4Q26E	2025	2026E	2027E
매출액	3,457	3,350	3,410	3,522	3,596	3,460	3,486	3,582	13,738	14,123	14,554
YoY	-1.6%	-2.3%	-4.4%	1.3%	4.0%	3.3%	2.2%	1.7%	-1.8%	2.8%	3.1%
백화점	806	816	765	953	894	889	794	967	3,339	3,543	3,618
국내 백화점	775	786	734	917	858	855	762	930	3,213	3,404	3,472
할인점	1,487	1,295	1,334	1,355	1,556	1,358	1,396	1,422	5,471	5,732	6,004
국내 할인점	1,018	946	990	971	1,063	988	1,030	1,010	3,925	4,091	4,193
하이마트	553	620	671	524	529	594	653	524	2,369	2,300	2,346
수퍼	317	320	326	311	288	303	312	299	1,274	1,203	1,209
홈쇼핑	228	231	211	232	230	233	213	235	902	911	920
컬처웍스	86	92	128	128	112	96	134	135	434	478	502
기타	-13	-14	-16	-1	-13	-14	-16	-1	-44	-44	-44
영업이익	148	41	131	228	229	118	151	261	547	759	822
YoY	29.0%	-27.6%	-15.8%	54.7%	54.5%	189.6%	16.0%	14.4%	15.6%	38.7%	8.3%
백화점	130	65	83	226	182	117	114	262	504	675	680
국내 백화점	128	63	80	220	178	113	109	255	491	656	659
할인점	28	-39	12	-8	36	-26	11	1	-7	22	52
국내 할인점	7	-48	2	-18	12	-37	0	-11	-57	-35	-17
하이마트	-11	11	19	-9	-2	17	8	-10	10	13	17
수퍼	3	3	5	-3	4	2	5	-2	8	9	11
홈쇼핑	12	12	10	10	15	15	6	13	45	48	57
컬처웍스	-10	-6	8	-2	-3	-6	10	-1	-11	0	5
기타	-4	-5	-7	13	-2	-2	-2	-2	-2	-8	0
영업이익률	4.3%	1.2%	3.8%	6.5%	6.4%	3.4%	4.3%	7.3%	4.0%	5.4%	5.6%
백화점	16.1%	8.0%	10.9%	23.7%	20.4%	13.2%	14.3%	27.1%	15.1%	19.0%	18.8%
국내 백화점	16.5%	8.0%	10.8%	24.0%	20.7%	13.3%	14.3%	27.5%	15.3%	19.3%	19.0%
할인점	1.9%	-3.0%	0.9%	-0.6%	2.3%	-1.9%	0.8%	0.1%	-0.1%	0.4%	0.9%
국내 할인점	0.7%	-5.1%	0.2%	-1.8%	1.2%	-3.7%	0.0%	-1.1%	-1.4%	-0.9%	-0.4%
수퍼	1.0%	0.8%	1.5%	-0.9%	1.3%	0.7%	1.7%	-0.8%	0.6%	0.7%	0.9%

자료: 롯데쇼핑, 한화투자증권 리서치센터



롯데쇼핑 재무제표

[한화리서치센터]

손익계산서

(단위: 십억 원)

12월 결산	2023	2024	2025	2026E	2027E
매출액	14,556	13,987	13,738	14,123	14,554
매출총이익	6,775	6,735	6,663	6,783	7,136
영업이익	508	473	547	759	822
EBITDA	1,682	1,589	1,603	1,806	1,855
순이자손익	-413	-455	-437	-397	-387
외화관련손익	-20	-177	12	0	0
지분법손익	89	97	138	206	216
세전계속사업손익	184	-1,021	83	568	650
당기순이익	169	-994	74	426	488
지배주주순이익	174	-968	52	426	488
증가율(%)					
매출액	-5.9	-3.9	-1.8	2.8	3.1
영업이익	31.6	-6.9	15.6	38.7	8.3
EBITDA	4.4	-5.5	0.9	12.7	2.7
순이익	흑전	적전	흑전	479.1	14.5
이익률(%)					
매출총이익률	46.5	48.2	48.5	48.0	49.0
영업이익률	3.5	3.4	4.0	5.4	5.6
EBITDA이익률	11.6	11.4	11.7	12.8	12.7
세전이익률	1.3	-7.3	0.6	4.0	4.5
순이익률	1.2	-7.1	0.5	3.0	3.3

재무상태표

(단위: 십억 원)

12월 결산	2023	2024	2025	2026E	2027E
유동자산	5,564	5,517	5,195	5,596	6,179
현금성자산	2,991	2,963	2,440	2,678	3,163
매출채권	993	724	661	746	770
재고자산	1,269	1,540	1,458	1,510	1,558
비유동자산	25,081	33,486	32,715	32,388	32,074
투자자산	8,915	8,428	7,864	7,864	7,864
유형자산	15,007	24,306	24,063	23,759	23,467
무형자산	1,159	752	788	765	744
자산총계	30,645	39,003	37,910	37,984	38,254
유동부채	10,903	9,836	9,990	9,751	9,646
매입채무	3,355	3,127	3,024	2,984	3,079
유동성이자부채	5,863	5,213	5,352	5,152	4,952
비유동부채	8,905	12,133	11,054	11,054	11,054
비유동이자부채	8,487	9,612	8,500	8,500	8,500
부채총계	19,808	21,969	21,044	20,805	20,700
자본금	141	141	141	141	141
자본잉여금	3,574	3,574	3,574	3,574	3,574
이익잉여금	8,630	7,498	7,441	7,753	8,128
자본조정	-2,852	4,291	4,029	4,029	4,029
자기주식	-4	-4	-4	-4	-4
자본총계	10,836	17,034	16,866	17,179	17,554





롯데쇼핑 재무제표

[한화리서치센터]

현금흐름표

(단위: 십억 원)

12월 결산	2023	2024	2025	2026E	2027E
영업현금흐름	1,640	1,588	1,724	1,066	1,302
당기순이익	169	-994	74	426	488
자산상각비	1,174	1,116	1,056	1,048	1,034
운전자본증감	-137	-115	46	-202	-4
매출채권 감소(증가)	-106	55	132	-85	-24
재고자산 감소(증가)	117	-69	20	-52	-48
매입채무 증가(감소)	-24	-8	0	-39	95
투자현금흐름	-199	-1,068	-871	-514	-504
유형자산처분(취득)	-723	-880	-623	-680	-680
무형자산 감소(증가)	-46	-21	-46	-40	-40
투자자산 감소(증가)	326	-39	-498	0	0
재무현금흐름	-1,651	-498	-1,742	-313	-313
차입금의 증가(감소)	-967	60	-1,051	-200	-200
자본의 증가(감소)	-150	-143	-195	-113	-113
배당금의 지급	-150	-143	-195	-113	-113
총연금흐름	1,734	1,714	1,695	1,268	1,305
(-)운전자본증가(감소)	-208	398	187	202	4
(-)설비투자	816	906	652	680	680
(+)자산매각	47	5	-18	-40	-40
Free Cash Flow	1,174	415	838	346	582
(-)기타투자	102	-155	-530	-206	-216
잉여현금	1,072	570	1,368	552	797
NOPLAT	468	343	482	569	616
(+) Dep	1,174	1,116	1,056	1,048	1,034
(-)운전자본투자	-208	398	187	202	4
(-)Capex	816	906	652	680	680
OpFCF	1,034	155	699	735	966

주: IFRS 연결 기준

주요지표

(단위: 원, 배)

12월 결산	2023	2024	2025	2026E	2027E
주당지표					
EPS	6,165	-34,219	1,822	15,067	17,246
BPS	335,593	548,061	536,787	547,847	561,084
DPS	3,800	3,800	4,000	4,000	5,000
CFPS	61,293	60,578	59,905	44,806	46,139
ROA(%)	0.6	-2.8	0.1	1.1	1.3
ROE(%)	1.8	-7.7	0.3	2.8	3.1
ROIC(%)	2.3	1.5	1.8	2.2	2.4
Multiples(x,%)					
PER	12.2	-3.1	58.9	7.1	6.2
PBR	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2
PSR	0.1	0.2	0.2	0.2	0.2
PCR	1.2	1.8	1.8	2.4	2.3
EV/EBITDA	8.0	9.4	9.0	7.8	7.2
배당수익률	5.1	3.5	3.7	3.7	4.7
안정성(%)					
부채비율	182.8	129.0	124.8	121.1	117.9
Net debt/Equity	104.8	69.6	67.7	63.9	58.6
Net debt/EBITDA	675.3	746.4	711.9	607.6	554.7
유동비율	51.0	56.1	52.0	57.4	64.1
이자보상배율(배)	0.9	0.8	0.9	1.4	1.5
자산구조(%)					
투하자본	62.9	70.3	71.9	71.3	70.1
현금+투자자산	37.1	29.7	28.1	28.7	29.9
자본구조(%)					
차입금	57.0	46.5	45.1	44.3	43.4
자기자본	43.0	53.5	54.9	55.7	56.6



신세계 (004170) 압도적 성장률

[한화리서치센터]

Buy (유지)

목표주가(유지): 470,000원

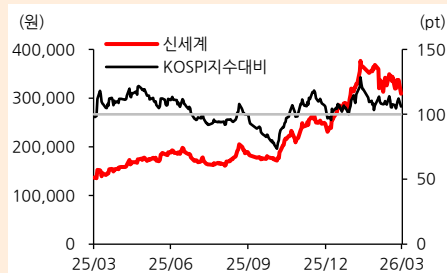
Stock Data

현재 주가(3/30)	309,000원
상승여력	▲ 52.1%
시가총액	29,804억원
발행주식수	9,645천주
52주 최고가/최저가	376,500/135,400원
90일 일평균 거래대금	247.24억원
외국인 지분율	20.6%

주주 구성

정유경 (외 4인)	29.2%
국민연금공단 (외 1인)	13.4%
자사주 (외 1인)	9.1%

Stock Price



1Q26 Preview

- 1Q26 영업이익 1,659억원(+25% YoY) 기록할 것으로 추정되어, 영업이익 컨센서스(1,469억원) 상회 예상
- 내수 강세 및 인바운드 매출 성장에 힘입어 1Q26 백화점 기존점성장률 +22% YoY 추정. 경쟁사 대비 높은 럭셔리 비중으로 압도적 성장률 시현. 백화점 영업이익은 1,337억원(+24% YoY) 기록할 것으로 추정
- 면세점 영업적자는 -74억원(-51억원 YoY)으로 추정되며, 당초 예상(-114억원)을 상회할 것으로 보임. 인천공항 임차료 감면 종료 영향(월 50억 추정)이 불가피하나, 대량매출 수수료가 낮아지며 시내점 중심 수익성 개선 추정
- 실적 부담을 주던 신인더는 영업이익 135억원(+188% YoY)이 예상되어 실적 턴어라운드도 본격화될 전망

원래 비싼 것이 더 비싸진다

- 최근 고점 기준 P/E 13배까지 도달하며, 밸류에이션 확장에 대한 고민이 시장에 확산. 다만 일본 백화점의 주가 리레이팅 사례를 복기해보면 상대적으로 비싼 Isetan Mitsukoshi의 밸류에이션 리레이팅 강도가 가장 강했음을 주지할 필요가 있음
- 현 주가는 증시 조정과 함께 P/E 10배 수준으로 하향. 비중 확대가 유효한 구간. 2Q26부터는 면세점 실적 턴어라운드까지 이어질 것

투자의견 BUY, 목표주가 47만원 유지

재무정보	2023	2024	2025	2026E	2027E
매출액	6,357	6,570	6,929	7,433	7,817
영업이익	640	477	480	694	916
EBITDA	1,137	958	981	1,223	1,434
지배주주순이익	225	108	14	297	426
EPS	22,865	10,948	1,445	33,899	48,614
순차입금	3,881	4,519	4,300	4,083	3,582
PER	7.7	28.2	213.8	9.1	6.4
PBR	0.4	0.7	0.7	0.6	0.6
EV/EBITDA	4.9	7.8	7.4	5.8	4.6
배당수익률(%)	2.3	1.5	1.7	1.7	1.7
ROE	5.4	2.5	0.3	6.5	8.7

자료: 한화투자증권 리서치센터



신세계 (004170) 압도적 성장률

[한화리서치센터]

신세계 별도 실적 테이블											
(억원)	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26E	2Q26E	3Q26E	4Q26E	2025	2026E	2027E
총매출액	13,003	12,780	12,597	15,696	14,953	14,441	13,353	16,167	54,076	58,915	60,682
YoY	-1.4%	0.1%	2.6%	7.4%	15.0%	13.0%	6.0%	3.0%	2.3%	8.9%	3.0%
순매출액	4,932	4,690	4,693	5,705	5,672	5,470	5,076	5,961	20,020	22,178	22,843
매출총이익	4,085	3,957	3,955	4,850	4,698	4,471	4,192	4,996	16,846	18,356	18,907
영업이익	644	367	509	868	848	543	546	931	2,387	2,868	2,997
YoY	-7.5%	-20.1%	-8.1%	19.8%	31.7%	48.1%	7.3%	7.2%	-1.9%	20.1%	4.5%
영업이익률	4.9%	2.9%	4.0%	5.5%	5.7%	3.8%	4.1%	5.8%	4.4%	4.9%	4.9%

자료: 한화투자증권 리서치센터

신세계 연결 실적 테이블											
(억원)	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26E	2Q26E	3Q26E	4Q26E	2025	2026E	2027E
순매출액	16,658	16,938	16,361	18,811	17,865	17,759	17,988	20,716	68,768	74,328	78,171
YoY	3.8%	5.6%	6.2%	9.3%	7.2%	4.8%	9.9%	10.1%	6.3%	8.1%	5.2%
백화점	6,591	6,283	6,227	7,644	7,472	7,225	6,673	7,936	26,745	29,306	30,129
신세계인테리어	3,042	3,086	3,104	3,443	2,953	2,946	2,774	3,768	12,675	12,441	13,306
센트럴시티	887	964	981	1,099	931	1,012	1,030	1,154	3,931	4,128	4,251
신세계DF	5,618	6,051	5,388	5,993	5,464	5,580	6,416	6,712	23,050	24,173	25,810
까사미아	623	583	639	626	1,092	1,054	1,107	1,095	2,471	4,347	4,565
라이브쇼핑	811	802	846	906	852	842	888	951	3,365	3,533	3,710
영업이익	1,323	753	998	1,725	1,659	1,323	1,598	2,359	4,799	6,939	9,157
YoY	-18.8%	-35.9%	7.3%	62.6%	25.4%	75.7%	60.1%	36.8%	0.1%	44.6%	32.0%
백화점	1,079	710	840	1,432	1,337	937	902	1,506	4,061	4,682	4,888
신세계인테리어	47	-23	-20	-28	135	36	26	151	-24	348	451
센트럴시티	222	98	276	292	281	182	300	334	888	1,098	1,181
신세계DF	-23	-15	-56	20	-74	218	353	311	-74	809	1,332
까사미아	1	-18	-4	-29	-27	-49	-18	-25	-50	-118	1,128
라이브쇼핑	57	60	24	61	66	58	94	143	202	361	417
영업이익률	7.9%	4.4%	6.1%	9.2%	9.3%	7.5%	8.9%	11.4%	7.0%	9.3%	11.7%
신세계	13.1%	7.8%	10.8%	15.2%	14.9%	9.9%	10.8%	15.6%	11.9%	12.9%	12.9%
신세계인테리어	1.5%	-0.7%	-0.6%	-0.8%	4.6%	1.2%	1.0%	4.0%	-0.2%	2.8%	3.4%
센트럴시티	25.0%	10.2%	28.1%	26.6%	30.2%	18.0%	29.1%	28.9%	22.6%	26.6%	27.8%
신세계DF	-0.4%	-0.2%	-1.0%	0.3%	-1.4%	3.9%	5.5%	4.6%	-0.3%	3.3%	5.2%
대구	30.5%	23.9%	25.6%	30.6%	31.5%	24.9%	26.1%	31.1%	27.8%	28.5%	28.6%
광주	28.4%	26.2%	24.4%	33.5%	28.4%	26.2%	25.3%	31.8%	28.4%	28.1%	28.1%
대전	18.0%	13.1%	12.7%	22.7%	20.0%	15.1%	13.7%	23.7%	17.0%	18.4%	18.7%
까사미아	0.2%	-3.1%	-0.6%	-4.6%	-2.4%	-4.6%	-1.6%	-2.3%	-2.0%	-2.7%	24.7%

자료: 한화투자증권 리서치센터



신세계 재무제표

[한화리서치센터]

손익계산서

(단위: 십억 원)

12월 결산	2023	2024	2025	2026E	2027E
매출액	6,357	6,570	6,929	7,433	7,817
매출총이익	3,855	4,053	4,193	4,831	5,081
영업이익	640	477	480	694	916
EBITDA	1,137	958	981	1,223	1,434
순이자손익	-113	-137	-137	-125	-118
외화관련손익	5	-31	-3	0	0
지분법손익	-5	-12	-12	0	0
세전계속사업손익	453	195	132	528	758
당기순이익	312	187	65	396	568
지배주주순이익	225	108	14	297	426
증가율(%)					
매출액	-18.6	3.4	5.5	7.3	5.2
영업이익	-0.9	-25.4	0.6	44.6	32.0
EBITDA	-7.1	-15.8	2.5	24.6	17.2
순이익	-43.0	-40.2	-65.4	513.4	43.4
이익률(%)					
매출총이익률	60.6	61.7	60.5	65.0	65.0
영업이익률	10.1	7.3	6.9	9.3	11.7
EBITDA이익률	17.9	14.6	14.2	16.5	18.3
세전이익률	7.1	3.0	1.9	7.1	9.7
순이익률	4.9	2.8	0.9	5.3	7.3

재무상태표

(단위: 십억 원)

12월 결산	2023	2024	2025	2026E	2027E
유동자산	2,674	2,343	2,767	2,909	3,284
현금성자산	979	675	1,166	1,183	1,484
매출채권	716	597	586	599	626
재고자산	891	979	929	1,042	1,088
비유동자산	12,078	12,729	13,067	12,948	12,842
투자자산	4,239	4,360	4,630	4,630	4,630
유형자산	7,280	7,795	7,795	7,745	7,697
무형자산	560	574	642	574	515
자산총계	14,752	15,072	15,833	15,858	16,126
유동부채	4,944	4,947	5,176	5,048	5,036
매입채무	1,787	1,803	1,982	1,955	2,042
유동성이자부채	2,263	2,229	2,238	2,138	2,038
비유동부채	3,468	3,750	4,085	3,985	3,885
비유동이자부채	2,597	2,965	3,228	3,128	3,028
부채총계	8,412	8,697	9,261	9,034	8,921
자본금	49	49	49	49	49
자본잉여금	403	424	424	424	424
이익잉여금	3,655	3,718	3,658	3,909	4,290
자본조정	101	74	325	325	325
자기주식	-87	-193	-157	-157	-157
자본총계	6,340	6,375	6,572	6,824	7,205



신세계 재무제표

[한화리서치센터]

현금흐름표

(단위: 십억 원)

12월 결산	2023	2024	2025	2026E	2027E
영업현금흐름	791	776	991	674	958
당기순이익	312	187	65	396	568
자산상각비	497	481	501	529	518
운전자본증감	-121	-41	137	-153	14
매출채권 감소(증가)	-165	127	-4	-13	-27
재고자산 감소(증가)	-14	-78	32	-113	-47
매입채무 증가(감소)	45	3	98	-27	88
투자현금흐름	-912	-981	-646	-411	-412
유형자산처분(취득)	-596	-885	-487	-400	-400
무형자산 감소(증가)	-13	-13	-7	-11	-12
투자자산 감소(증가)	52	-7	-19	0	0
재무현금흐름	-16	-17	-81	-246	-246
차입금의 증가(감소)	179	203	-35	-200	-200
자본의 증가(감소)	-163	-216	-86	-46	-46
배당금의 지급	-79	-82	-86	-46	-46
총현금흐름	1,184	1,041	1,048	826	944
(-)운전자본증가(감소)	38	-65	-286	153	-14
(-)설비투자	601	895	491	400	400
(+)자산매각	-8	-3	-3	-11	-12
Free Cash Flow	537	208	840	263	546
(-)기타투자	438	182	282	0	0
잉여현금	99	26	558	263	546
NOPLAT	440	457	235	520	687
(+) Dep	497	481	501	529	518
(-)운전자본투자	38	-65	-286	153	-14
(-)Capex	601	895	491	400	400
OpFCF	299	107	531	497	819

주: IFRS 연결 기준

주요지표

(단위: 원, 배)

12월 결산	2023	2024	2025	2026E	2027E
주당지표					
EPS	22,865	10,948	1,445	33,899	48,614
BPS	427,477	433,221	461,923	488,011	527,475
DPS	4,000	4,500	5,200	5,200	5,200
CFPS	120,245	105,774	108,617	85,681	97,916
ROA(%)	1.5	0.7	0.1	1.9	2.7
ROE(%)	5.4	2.5	0.3	6.5	8.7
ROIC(%)	5.1	5.1	2.6	5.8	7.7
Multiples(x,%)					
PER	7.7	28.2	213.8	9.1	6.4
PBR	0.4	0.7	0.7	0.6	0.6
PSR	0.3	0.5	0.4	0.4	0.4
PCR	1.5	2.9	2.8	3.6	3.2
EV/EBITDA	4.9	7.8	7.4	5.8	4.6
배당수익률	2.3	1.5	1.7	1.7	1.7
안정성(%)					
부채비율	132.7	136.4	140.9	132.4	123.8
Net debt/Equity	61.2	70.9	65.4	59.8	49.7
Net debt/EBITDA	341.3	471.8	438.1	333.8	249.8
유동비율	54.1	47.4	53.5	57.6	65.2
이자보상배율(배)	3.8	2.4	2.5	3.8	5.2
자산구조(%)					
투기자본	62.6	64.9	60.7	60.7	59.2
현금+투자자산	37.4	35.1	39.3	39.3	40.8
자본구조(%)					
차입금	43.4	44.9	45.4	43.6	41.3
자기자본	56.6	55.1	54.6	56.4	58.7





현대백화점 (069960) 견조한 백화점

[한화리서치센터]

Buy (유지)

목표주가(하향): 120,000원

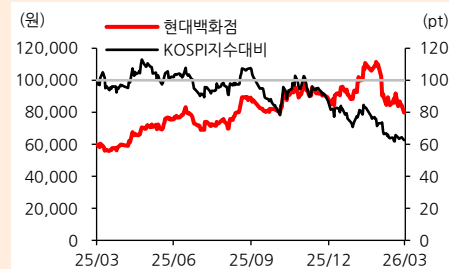
Stock Data

현재 주가(3/30)	79,800원
상승여력	▲ 50.4%
시가총액	18,058억원
발행주식수	22,629천주
52주 최고가/최저가	111,500/55,800원
90일 일평균 거래대금	118.01억원
외국인 지분율	24.5%

주주 구성

현대지에프홀딩스 (외 3인)	41.3%
국민연금공단 (외 1인)	13.5%
자사주 (외 1인)	5.3%

Stock Price



1Q26 Preview

- 1Q26 영업이익 871억원(-23% YoY) 기록할 것으로 추정되어, 영업이익 컨센서스(1,009억원) 하회 예상. 백화점과 면세점은 견조할 것으로 전망되나, 지누스의 부진이 지속될 것으로 예상
- 내수 강세 및 인바운드 매출 성장에 힘입어 1Q26 백화점 기준점성장률 +10% YoY 추정. 백화점 영업이익은 1,145억원(+18% YoY)으로 견조한 증익을 기록할 것으로 추정
- 면세점 영업이익은 46억원(흑전 YoY)을 기록할 것으로 추정. 시내점 중심 수익성 개선 전망
- 지누스는 영업적자 -220억원(적전 YoY)으로 부진할 전망. 관세 영향과 바이어의 재고 확충 수요가 제한되면서 부진이 이어질 전망

과도한 저평가

- 현 주가는 P/E 7배에 불과. 피어그룹 대비 과도한 저평가. 입지적 요인으로 경쟁사 대비 외국인 매출 성장이 더디나, 현재 백화점 외형 성장을 이끄는 것은 외국인 보다는 내수 소비 반등. 백화점 사업 확장은 동일한 방향으로 이어질 것
- 지누스 실적 부진은 아쉬우나, 지분율은 38%에 불과해 지배순이익에 미치는 영향은 상대적으로 제한적

투자의견 BUY, 목표주가 12만원 하향

- 투자의견 BUY 유지하나, 목표주가 12만원으로 소폭 하향 조정. 목표주가 하향은 백화점 전망치를 소폭 하향한 것에 따름

재무정보	2023	2024	2025	2026E	2027E
매출액	4,207	4,188	4,230	3,651	3,784
영업이익	303	284	378	382	493
EBITDA	727	712	812	831	945
지배주주순이익	-80	-36	208	275	302
EPS	-3,409	-1,589	9,177	12,737	13,991
순차입금	2,609	2,298	2,267	2,259	2,155
PER	-15.2	-50.2	8.7	6.3	5.7
PBR	0.3	0.4	0.4	0.4	0.4
EV/EBITDA	5.3	5.8	5.0	4.9	4.2
배당수익률(%)	2.5	1.8	2.7	2.7	2.9
ROE	-1.8	-0.8	4.6	5.9	6.2

자료: 한화투자증권 리서치센터



현대백화점 (069960) 견조한 백화점

[한화리서치센터]

현대백화점 실적 추정											
(억 원, %, % YoY)	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26E	2Q26E	3Q26E	4Q26E	2025	2026E	2027E
총매출액	25,546	24,741	23,197	25,229	24,076	24,182	25,389	27,910	98,713	101,556	107,643
YoY	5.0%	-0.1%	-4.6%	-7.8%	-5.8%	-2.3%	9.5%	10.6%	-2.0%	2.9%	6.0%
백화점	17,391	17,013	16,896	19,696	18,261	17,523	17,403	20,287	70,996	73,474	74,943
면세점	5,889	5,637	3,871	3,737	3,544	4,549	5,749	5,906	19,134	19,746	23,887
지누스	2,727	2,528	2,836	2,269	2,571	2,410	2,538	2,017	10,360	9,536	10,013
순매출액	9,517	10,803	10,103	10,417	9,157	8,834	9,056	9,459	40,840	36,506	37,842
매출총이익	6,427	6,409	5,855	6,812	6,145	6,311	6,547	7,586	25,503	26,589	28,072
영업이익	1,125	869	726	1,062	871	613	847	1,485	3,782	3,815	4,928
YoY	63.3%	103.0%	12.4%	-1.6%	-22.6%	-29.5%	16.6%	39.8%	33.1%	0.9%	29.2%
백화점	972	693	893	1,377	1,145	825	952	1,474	3,935	4,395	4,607
면세점	-19	-13	13	21	46	33	73	-5	2	147	101
지누스	275	291	-78	-232	-220	-146	-78	116	256	-328	620
영업이익률	4.4%	3.5%	3.1%	4.2%	3.6%	2.5%	3.3%	5.3%	3.8%	3.8%	4.6%
백화점	5.6%	4.1%	5.3%	7.0%	6.3%	4.7%	5.5%	7.3%	5.5%	6.0%	6.1%
면세점	-0.3%	-0.2%	0.3%	0.6%	1.3%	0.7%	1.3%	-0.1%	0.0%	0.7%	0.4%
지누스	10.1%	11.5%	-2.8%	-10.2%	-8.6%	-6.0%	-3.1%	5.8%	2.5%	-3.4%	6.2%

자료: 롯데쇼핑, 한화투자증권 리서치센터

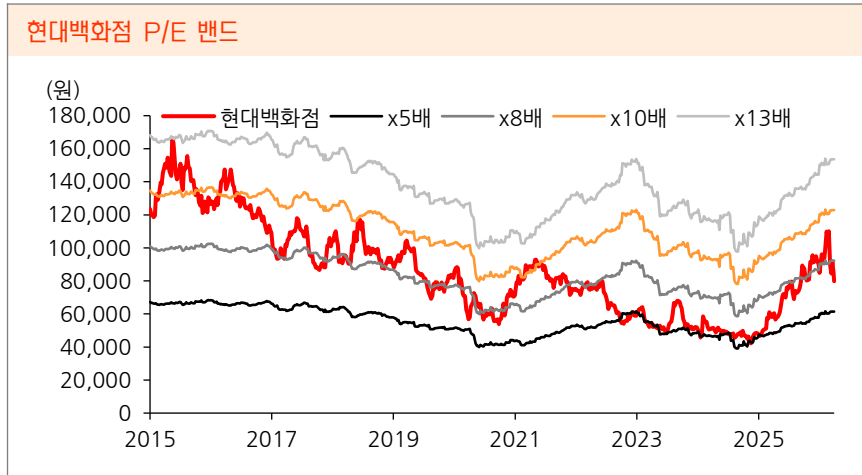


현대백화점 (069960) 견조한 백화점

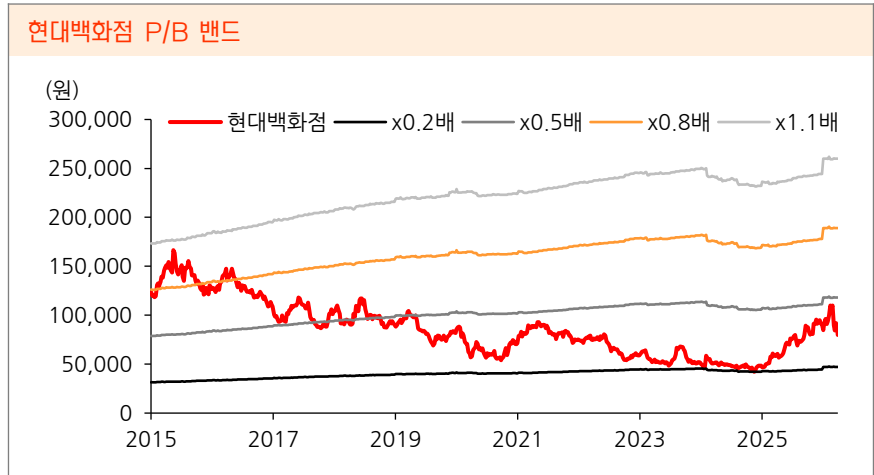
[한화리서치센터]

현대백화점 밸류에이션		
구분	26E	비고
백화점 지배순이익	2,461	
Target P/E	10	
백화점 가치	24,861	
면세점 지배순이익	51	
Target P/E	18	호텔신라 목표 P/E 30% 할인
면세점 가치	886	
적정가치	25,747	
발행주식수	21,076	자사주 제외
적정 주당가치	122,158	

자료: 한화투자증권 리서치센터



자료: Quantiwise, 한화투자증권 리서치센터



자료: Quantiwise, 한화투자증권 리서치센터



현대백화점 재무제표

[한화리서치센터]

손익계산서

(단위: 십억 원)

12월 결산	2023	2024	2025	2026E	2027E
매출액	4,207	4,188	4,230	3,651	3,784
매출총이익	2,493	2,465	2,550	2,659	2,807
영업이익	303	284	378	382	493
EBITDA	727	712	812	831	945
순이자손익	-60	-46	-38	-34	-34
외화관련손익	3	24	-6	0	0
지분법손익	26	-95	5	0	0
세전계속사업손익	42	6	123	348	459
당기순이익	-40	-1	142	254	335
지배주주순이익	-80	-36	208	275	302
증가율(%)					
매출액	-16.1	-0.5	1.0	-13.7	3.7
영업이익	-5.4	-6.4	33.1	0.9	29.2
EBITDA	6.7	-2.1	14.0	2.4	13.7
순이익	적전	적지	흑전	79.5	32.0
이익률(%)					
매출총이익률	59.2	58.9	60.3	72.8	74.2
영업이익률	7.2	6.8	8.9	10.5	13.0
EBITDA이익률	17.3	17.0	19.2	22.8	25.0
세전이익률	1.0	0.1	2.9	9.5	12.1
순이익률	-0.9	0.0	3.3	7.0	8.9

재무상태표

(단위: 십억 원)

12월 결산	2023	2024	2025	2026E	2027E
유동자산	3,118	3,046	3,082	2,988	3,135
현금성자산	241	143	292	300	404
매출채권	1,133	1,113	923	834	863
재고자산	613	617	456	442	457
비유동자산	8,595	8,172	8,168	8,318	8,466
투자자산	1,707	1,160	1,221	1,221	1,221
유형자산	5,607	5,790	5,984	6,199	6,411
무형자산	1,281	1,222	962	898	835
자산총계	11,713	11,218	11,250	11,306	11,602
유동부채	3,447	3,288	3,734	3,572	3,613
매입채무	1,336	1,355	1,341	1,179	1,220
유동성이자부채	1,452	1,231	1,703	1,703	1,703
비유동부채	1,987	1,695	1,205	1,205	1,205
비유동이자부채	1,399	1,210	857	857	857
부채총계	5,433	4,983	4,939	4,778	4,818
자본금	117	117	117	117	117
자본잉여금	612	612	612	612	612
이익잉여금	3,908	3,754	3,920	4,138	4,393
자본조정	-169	-87	-100	-100	-100
자기주식	-163	-93	-114	-114	-114
자본총계	6,279	6,234	6,311	6,528	6,784



현대백화점 재무제표

[한화리서치센터]

현금흐름표

(단위: 십억 원)

12월 결산	2023	2024	2025	2026E	2027E
영업현금흐름	758	734	986	666	751
당기순이익	-40	-1	142	254	335
자산상각비	424	428	434	449	452
운전자본증감	131	90	295	-58	-3
매출채권 감소(증가)	-31	77	165	89	-29
재고자산 감소(증가)	108	18	160	14	-15
매입채무 증가(감소)	-18	-31	-26	-161	41
투자현금흐름	-595	-193	-693	-601	-601
유형자산처분(취득)	-355	-434	-566	-600	-600
무형자산 감소(증가)	-13	-3	-4	0	0
투자자산 감소(증가)	-193	186	-298	0	-1
재무현금흐름	-195	-586	-138	-57	-46
차입금의 증가(감소)	-156	-516	-63	0	0
자본의 증가(감소)	-41	-41	-72	-57	-46
배당금의 지급	-41	-38	-51	-57	-46
총현금흐름	786	789	865	724	754
(-)운전자본증가(감소)	77	-35	-87	58	3
(-)설비투자	357	475	579	600	600
(+)자산매각	-11	38	9	0	0
Free Cash Flow	342	387	382	66	150
(-)기타투자	-173	-113	-383	0	0
잉여현금	515	500	765	66	150
NOPLAT	-290	-35	274	279	360
(+) Dep	424	428	434	449	452
(-)운전자본투자	77	-35	-87	58	3
(-)Capex	357	475	579	600	600
OpFCF	-300	-46	216	70	209

주: IFRS 연결 기준

주요지표

(단위: 원, 배)

12월 결산	2023	2024	2025	2026E	2027E
주당지표					
EPS	-3,409	-1,589	9,177	12,737	13,991
BPS	190,900	194,238	201,050	210,663	221,947
DPS	1,300	1,400	2,150	2,150	2,350
CFPS	33,584	34,850	38,227	31,999	33,313
ROA(%)	-0.7	-0.3	1.8	2.4	2.6
ROE(%)	-1.8	-0.8	4.6	5.9	6.2
ROIC(%)	-3.5	-0.4	3.3	3.3	4.1
Multiples(x,%)					
PER	-15.2	-50.2	8.7	6.3	5.7
PBR	0.3	0.4	0.4	0.4	0.4
PSR	0.3	0.4	0.4	0.5	0.5
PCR	1.5	2.3	2.1	2.5	2.4
EV/EBITDA	5.3	5.8	5.0	4.9	4.2
배당수익률	2.5	1.8	2.7	2.7	2.9
안정성(%)					
부채비율	86.5	79.9	78.3	73.2	71.0
Net debt/Equity	41.6	36.9	35.9	34.6	31.8
Net debt/EBITDA	358.7	322.5	279.3	271.8	228.0
유동비율	90.4	92.6	82.6	83.6	86.8
이자보상배율(배)	2.7	2.8	4.1	4.4	5.7
자산구조(%)					
투하자본	80.8	86.5	84.7	85.0	84.3
현금+투자자산	19.2	13.5	15.3	15.0	15.7
자본구조(%)					
차입금	31.2	28.1	28.9	28.2	27.4
자기자본	68.8	71.9	71.1	71.8	72.6



Compliance Notices

Compliance Notice

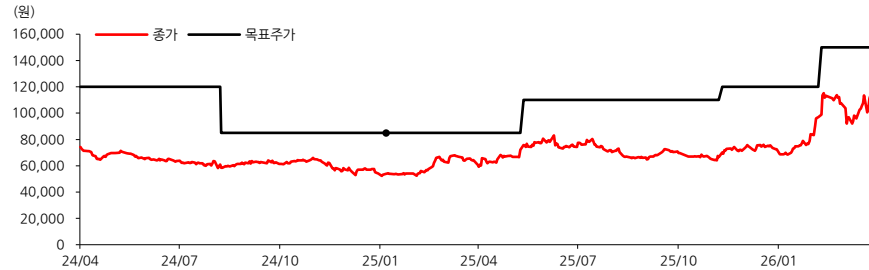
(공표일: 2026년 3월 31일)

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	투자의견	목표가격	2016.08.12	2024.04.09	2024.05.10	2024.07.02	2024.08.08	2024.09.20
2016.08.12	투자등급변경		Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
	목표가격		120,000	120,000	120,000	85,000	85,000	85,000
2024.10.14	Buy	85,000	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
	목표가격		85,000	85,000	85,000	85,000	85,000	85,000
2024.11.29	Buy	85,000	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
	목표가격		85,000	85,000	85,000	85,000	85,000	85,000
2025.02.28	Buy	85,000	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
	목표가격		85,000	85,000	85,000	85,000	85,000	85,000
2025.04.25	Buy	85,000	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
	목표가격		85,000	110,000	110,000	110,000	110,000	110,000
2025.07.07	Buy	110,000	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
	목표가격		110,000	110,000	110,000	110,000	110,000	110,000
2025.09.16	Buy	110,000	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
	목표가격		110,000	110,000	110,000	110,000	120,000	120,000
2025.11.28	Buy	120,000	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
	목표가격		120,000	120,000	120,000	120,000	120,000	150,000
2026.02.27	Buy	150,000	Buy	Buy	Buy	Buy		
	목표가격		150,000	150,000	150,000	150,000		

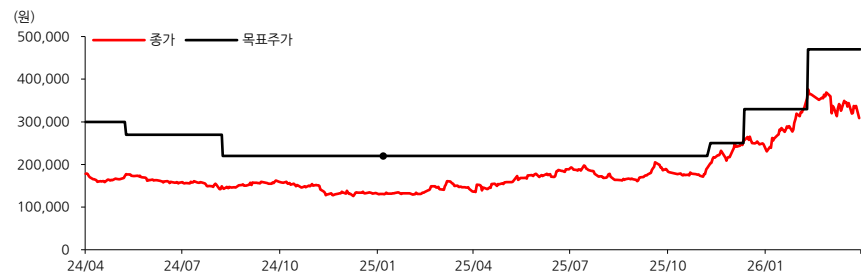
목표주가 변동 내역별 괴리율 (롯데쇼핑)

*괴리율 산정: 수정주가 적용

일자	투자의견	목표주가(원)	괴리율(%)	
			평균주가 대비	최고(최저)주가 대비
2024.08.08	Buy	85,000	-28.27	-15.18
2025.05.12	Buy	110,000	-34.82	-24.45
2025.11.10	Buy	120,000	-37.52	-19.17
2026.02.09	Buy	150,000		

Compliance Notices

신세계 (004170)



투자이건 변동내역

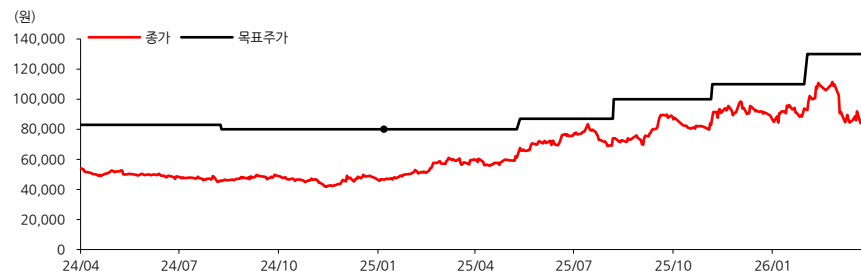
일 시	투자이건	투자이건 목표가격	2016.08.12 투자등급변경	2024.04.09	2024.04.26	2024.05.09	2024.07.02	2024.08.08
2024.10.14	Buy	220,000	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
2025.03.25	Buy	220,000	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
2025.08.11	Buy	220,000	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
2026.01.28	Buy	330,000	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy

목표주가 변동 내역별 괴리율 (신세계)

*괴리율 산정: 수정주가 적용

일자	투자이건	목표주가(원)	괴리율(%)	
			평균주가 대비	최고(최저)주가 대비
2024.05.09	Buy	270,000	-40.75	-34.41
2024.08.08	Buy	220,000	-30.44	-10.09
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		

현대백화점 (069960)



투자이건 변동내역

일 시	투자이건	투자이건 목표가격	2016.08.12 투자등급변경	2024.04.09	2024.05.10	2024.05.31	2024.06.28	2024.07.02
2024.07.26	Buy	83,000	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
2025.01.15	Buy	80,000	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
2025.05.12	Buy	87,000	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
2025.11.19	Buy	110,000	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy

Compliance Notices

목표주가 변동 내역별 괴리율 (현대백화점)

*괴리율 산정: 수정주가 적용

일자	투자의견	목표주가(원)	괴리율(%)	
			평균주가 대비	최고(최저)주가 대비
2024.08.09	Buy	80,000	-36.75	-22.38
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		

종목 투자등급

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

산업 투자의견

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

당사 조사분석자료의 투자등급 부여 비중

(기준일: 2025년 12월 31일)

투자등급	매수	중립	매도	합계
금융투자 상품의 비중	87.0%	13.0%	0.0%	100.0%

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

본사	02) 3772-7000	영업부	02) 3775-0775
강남WM센터	02) 6975-2000	노원지점	02) 931-2711
갤러리아WM센터	02) 3445-8700	목동WM센터	02) 2654-2300
금영플라자63지점	02) 308-6363	송파WM센터	02) 449-3677
금영플라자시청지점	02) 2021-6900	강북WM센터	02) 743-7311

인천/경기

분당WM센터	031) 707-7114	일산지점	031) 929-1313
송도IFEZ지점	032) 851-7233	평촌지점	031) 381-6004
신갈지점	031) 285-7233	평택지점	031) 652-8668
안성지점	031) 677-0233		

부산/울산/경남

부산WM센터	051) 465-7533	울산WM센터	052) 265-0505
마린시티지점	055) 943-3000	언양지점	052) 262-9300
거제브랜치	055) 730-0400		

대구/경북

대구WM센터	053) 741-3211	영주지점	054) 633-8811
문경지점	054) 550-3500	영천지점	054) 331-5000
거창지점	051) 751-8321		

대전/충청

대전WM센터	042) 488-7233	청주지점	043) 224-3300
천안지점	041) 563-2001	홍성지점	041) 631-2200

광주/전라

광주WM센터	062) 713-5700	전주지점	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.