



Neutral

Top Picks 및 관심종목

*CP 2026년 8월 26일

BGF리테일(282330)

BUY | TP 180,000원(상향) | CP 148,200원

롯데쇼핑(023530)

BUY | TP 140,000원(하향) | CP 105,100원



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

하나증권 리서치센터

2026년 8월 27일 | 산업분석_Industry In-depth

유통

세번째 모멘텀을 기다리며

3분기 소비 지표들은 비우호적

3분기 숫자들이 썩 좋지 않다. 백화점 기존점 성장률은 QoQ 5%p 가까이 꺾였다. 3분기 주요 백화점 기존점 성장률은 YoY 10% 내외에 그칠 듯하다. 물론, 2~3년 전에 비하면 상당히 높은 수준이지만 보기에 좋지 않다. 전년도 베이스가 조금씩 부담이 되고 있고, 주식 자산 효과가 약화된 영향도 있는 듯하다. 3분기 편의점 동일점 성장률도 YoY 1% 수준에 그칠 듯하다. 전년도 소비쿠폰 효과 베이스가 높다. 대형마트가 가장 좋다. 기존점 성장률이 YoY 15% 이상으로 백화점을 역전하고 있다. 전년도 소비쿠폰 영향 낮은 베이스에 홈플러스 영업중단까지 반사이익이 크다. 8월 소비심리지수는 이런 실적 둔화가 그대로 투영되어 있다. 104.5로 전월 대비 2.3p나 하락했다. KOSPI 급락이 소비심리 전반을 위축시키고 있음을 입증했다.

주가는 모멘텀의 골짜기에서 숨고르기 중

2026년 유통 업종은 세가지 모멘텀으로 움직이고 있다. 첫째, 외국인 인바운드 모멘텀은 YoY 20% 견조한 성장세를 지속하고 있다. 백화점 기존점 성장률을 YoY 5%p, 편의점 동일점 성장률을 YoY 1%p 제고시키며 든든한 버팀목이 되고 있다. 둘째, 주식자산 모멘텀은 정점을 지났다. 물론, KOSPI가 반등할 수 있지만, 지난 1년처럼 백화점 실적의 강한 드라이버로 작용하기는 쉽지 않아 보인다. 셋째, 가계소득 증가 모멘텀이다. 2026년 폭발적인 수출/GDI 성장이 향후 국내 경제와 소비시장에 어떤 영향을 미칠 지 가늠할 수 없는 상황이다. 한번도 경험하지 못한 수준의 가계소득과 소비 증가가 나타날 수 있다. 하지만, 이건 2027년에 도래할 모멘텀이다.

투자전략: 방어하거나(편의점), 미리 사두거나(백화점)

업황을 봤을 때는 대형마트가 가장 좋다. 이마트와 롯데쇼핑이 대안이 될 수 있지만, 두 회사 모두 대형마트만으로 접근하기에는 다른 사업/계열사 불확실성이 크다. 특히, 이마트는 신세계건설 손실이 얼마나 될지 모른다. 백화점 업체들은 주가 불확실성이 작지 않다. 성장률이 둔화되는 것도 부담이지만, 밸류에이션 변동 폭이 컸던 만큼 적정 PER이 얼마인지 명확하지 않다. 업종 주가 모멘텀의 골짜기에서 편의점 업체들의 높은 실적 가시성과 여유있는 밸류에이션은 훌륭한 방파제가 될 수 있다. 2027년을 미리 대비한다는 측면에서 백화점 업체들을 미리 조금씩 늘려가는 전략도 유효하다. 특히, 2027년 모멘텀은 전반적인 가계소비 수요 증가에 기인하는 만큼, 포괄적으로 다양한 채널을 영위하고 있는 롯데쇼핑의 실적 모멘텀이 가장 클 수 있다.

목차

1. 3분기 소비 동향 점검: 백화점과 대형마트 성장을 역전	2
1) 백화점 성장률 Peak out 중, 7~8월 YoY 10% 전망	2
2) 대형마트 7~8월 YoY 15% 이상 가능	3
3) 편의점 7~8월 YoY 1% 내외로 QoQ 둔화	5
4) 8월 소비자심리 하락 전환	5
2. 2분기 실적발표 정리: 편의점이 효자	6
1) 롯데쇼핑: 일회성 손실만 아니라면	6
2) 이마트: 실적 불확실성이 너무 크다	7
3) 현대백화점: 실적 모멘텀 확대기 진입	8
4) 신세계: 잠깐 쉬어가는 시기	9
5) GS리테일: 좋을 때 모이면 더 좋아지는 친구들	10
6) BGF리테일: 확대되는 외국인 인바운드 효과	11
7) 호텔신라: 면세점 매출 성장률 제고 과제	12
3. 투자전략: 방어하거나, 미리 준비하거나	13
1) 백화점과 KOSPI의 디커플링의 시작점을 기다리며	13
2) 유통 업종 투자전략: 단기 편의점(BGF리테일), 중장기 백화점(롯데쇼핑)	15
부록	21
기업분석	23
BGF리테일(282330)	24
롯데쇼핑(023530)	27

1. 3분기 소비 동향 점검: 백화점과 대형마트 성장을 역전

1) 백화점 성장을 Peak out 중, 7~8월 YoY 10% 전망

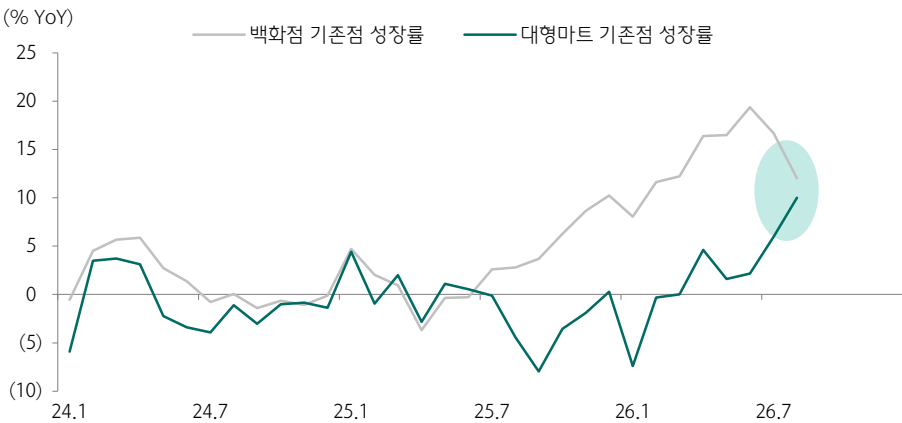
백화점 기존점 성장률,
높은 전년도 베이스와
가전/명품 부진으로
둔화세

백화점 기존점 성장률(관리기준)은 2분기, 월별로 보면 5월을 정점으로 둔화세에 있다. 롯데백화점의 경우 5월 YoY 17%에서 6월 YoY 12%, 7월 YoY 11%, 8월은 9~10% 수준으로 내려올 것으로 보인다. 신세계와 현대백화점도 방향성은 다르지 않다. 현대백화점의 기존점 성장률은 5월 YoY 21%까지 상승했는데, 6월 15%, 7월 10%, 8월에는 8%까지 둔화될 것으로 예상되고 있다. 3분기는 i) 전년도 베이스가 높다. 2025년 2분기까지 YoY 1% 내외로 부진하던 롯데와 현대백화점 기존점 성장률이 3분기 들어 YoY 3~5%로 올라왔다. 신세계는 본점 리뉴얼 오픈 효과까지 더해지면서 YoY 6%까지 상승했다.

ii) 특히, 8월은 가전과 명품이 많이 둔화되었다. 가전은 7월 삼성 온누리페이백 이벤트 영향이 컸다. 명품은 7월 가격 인상이 많이 있었다. 현대백화점의 경우 7월 가전이 YoY 20% 성장했으나, 8월에는 YoY -4%로 부진한 상황이다. 롯데백화점의 경우 7월 명품이 YoY 20% 성장했으나 8월 들어 YoY 15%에도 미치지 못하고 있다. 9월은 추석 기간차 영향이 변수인데, 백화점은 추석 전보다 후가 더 좋은 게 일반적이다. 대형마트는 추석 전 식재료 수요가 크게 증가하기 때문에 9월 매출이 작년보다 크게 증가할 수 있지만, 백화점 선물세트 비중은 크지 않다. 오히려, 추석 후 선물로 받은 백화점 상품권 소비 효과가 크다.

도표 1. 백화점과 대형마트 성장을 비교

백화점과
역전하고 있는
대형마트 기존점 성장률



주: 대형마트 기존점 성장률은 이마트와 롯데마트 평균치(3MA), 백화점 기존점 성장률은 현대백화점과 롯데백화점 평균치(3MA)
자료: 이마트, 롯데쇼핑, 현대백화점, 하나증권

2) 대형마트 7~8월 YoY 15% 이상 가능

전년도 낮은 베이스
홈플러스 영업 중단 효과로
기존점 성장률 크게 개선

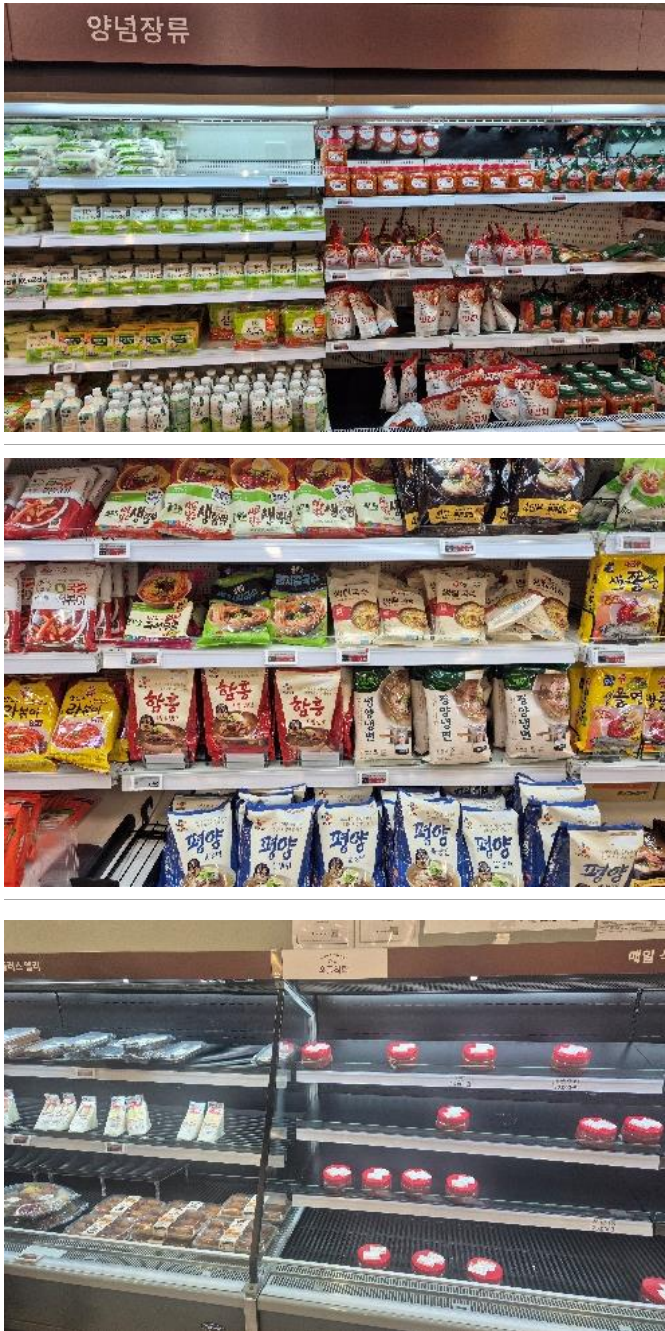
대형마트 기존점 성장률(이마트+롯데쇼핑)은 7월 YoY 10% 내외로 크게 개선되었다. 롯데마트는 7월 YoY 17%, 8월은 YoY 20%를 넘어서고 있다. i) 전년도 소비쿠폰 영향(7월말~8월초) 베이스가 낮다. ii) 홈플러스 영업중단 효과가 컸다. 7월부터 홈플러스 전점이 영업중단하면서 롯데마트와 이마트 기존점 성장률을 4%p 제고시켜준 것으로 추산한다.

8월 13일부터 홈플러스 67개점이 재개장을 했지만 시장에 미치는 영향은 제한적인 것으로 파악되고 있다. 뉴스에서 보면 고객들이 인산인해를 이루고 있지만, 소고기 등 일부 제품 파격 세일 프로모션에 의한 것으로 마진을 내기 힘든 제품들이다. 집객을 위한 행사이다. 그럼, 이렇게 모은 집객을 통해 다른 정상 제품들 판매 매출을 올려야 하는데, 행사가 끝나는 후 매출은 한산한 편이다. 불과 500미터 인근 이마트에 비하면, 홈플러스 영등포점과 이마트점의 휴일 6시경을 비교해보면 그렇다. 1차적으로 매대에 상품이 별로 없기 때문이다. 생활용품과 패션 등 공산품은 거의 비어있고, 식품에 한정해서 매대를 구성하고 있다. 물론, 대형마트는 식품이 중요하다. 하지만, 식품 매대도 차이가 크다. 홈플러스의 경우 그 흔한 시식코너도 없다. 상품의 다양성이 현저하게 떨어진다. 영등포점이 신선식품 특화 대형점포라는 점을 감안하면 더욱 그렇다.

MD의 한계로
상품 믹스 제한적인 홈플러스

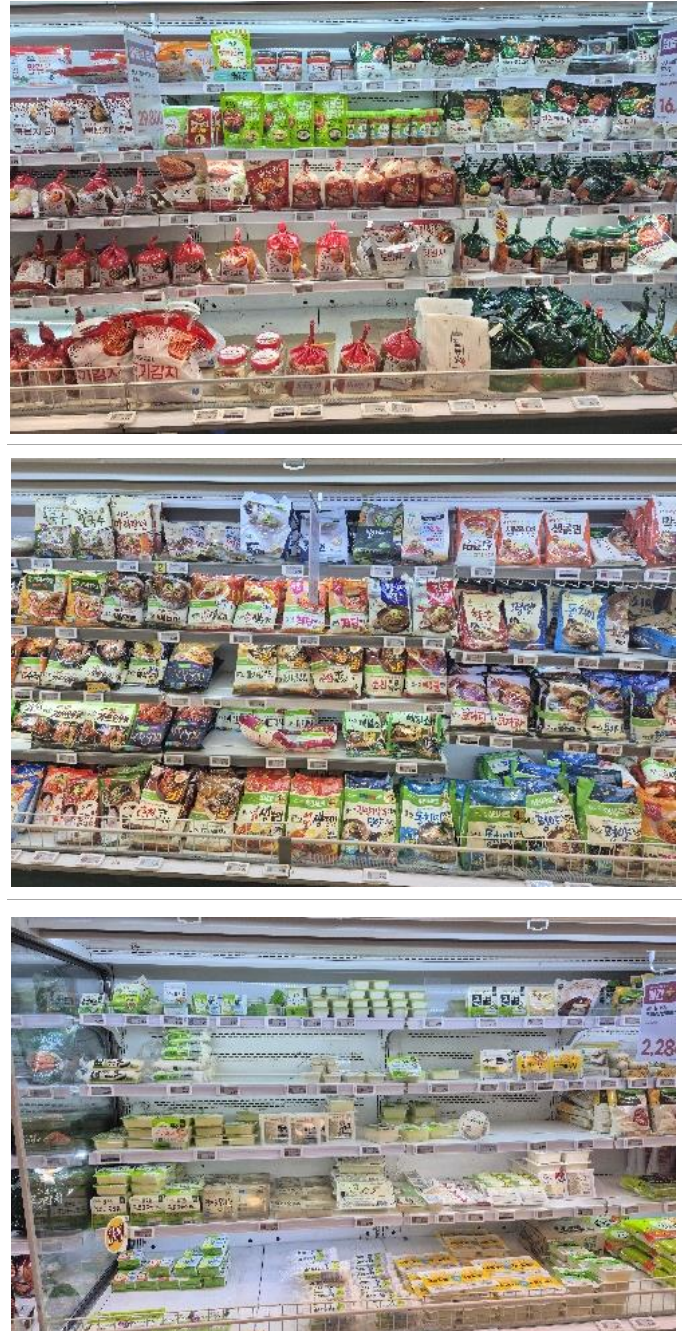
CJ나 오뚜기, 풀무원 등 일부 대기업들만 납품을 했다. 그 종류도 한정돼 있다. 상품 믹스가 제한적이다보니 같은 제품을 한 줄에 10개씩 놓은 경우도 있다. 대형마트는 고객들이 차를 몰고 장보러 오는 곳이다. 한두가지 상품을 구매하려고 오는 슈퍼나 편의점과 다르다. 상품 구색과 가격 경쟁력이 대단히 중요하다. 이렇게 상품 구색이 떨어지는 이유는 MD의 한계 때문일 것이다. 몇개월 이상 납품 대금을 입금하지 않은 유통사에 제품을 공급할 수 있는 회사는 많지 않다.

도표 2. 홈플러스의 매대 위부터 김치/면/장류



자료: 하나증권

도표 3. 이마트의 매대 위부터 김치/면/두부



자료: 하나증권

홈플러스,
운영자금 긴급 수혈로 재개장
매출 성장엔 무리 존재

이번 재개장은 2천 억원의 운영자금이 긴급수혈되었기 때문인데, 연간 이자비용 4,000억원 이상, 5월 말 기준 공익채권 1.1조원에 달한다. 이 가운데 미지급 납품대금 등 상거래채권이 7,940억원, 미지급 급여가 600억원이나 되는 상황에서 2천 억원으로 할 수 있는 운신의 폭은 대단히 좁다. 매출의 드라마틱한 성장으로 영업이익을 크게 늘려야 하는데, 전술한 바와 같이 최근 재개장 점포를 가보면 그걸 기대하기는 무리가 있어 보인다.

전년도 높은 베이스,
폭염에 의한 유동인구 감소로
7~8월 신장세 둔화 전망

3) 편의점 7~8월 YoY 1% 내외로 QoQ 둔화

BGF리테일과 GS리테일 편의점 사업 모두 2분기 대비 동일점 성장률은 둔화세에 있다. BGF리테일의 편의점 부문 2분기 동일점 성장률은 YoY 4.2%, GS리테일의 편의점 부문은 YoY 7.5%까지 상승한 바 있다. 전년 동기 대비는 물론 1분기 대비로도 높은 신장세였다. i) 외국인 인바운드 YoY 0.5~1%p 성장률은 제고시켜준 것으로 보이며, ii) 더운 날씨 영향 성수기 효과가 빨리 오면서 고마진 아이스크림 등 식품 매출이 좋았기 때문이다. 반면, 7~8월은 i) 전년도 7월말~8월 초 소비쿠폰 효과가 높은 베이스로 작용하고 있으며, ii) 8월 초에는 폭염으로 오히려 유동인구가 줄어든 영향도 있다. 외국인 인바운드 효과는 2분기보다 더 커지고 있다.

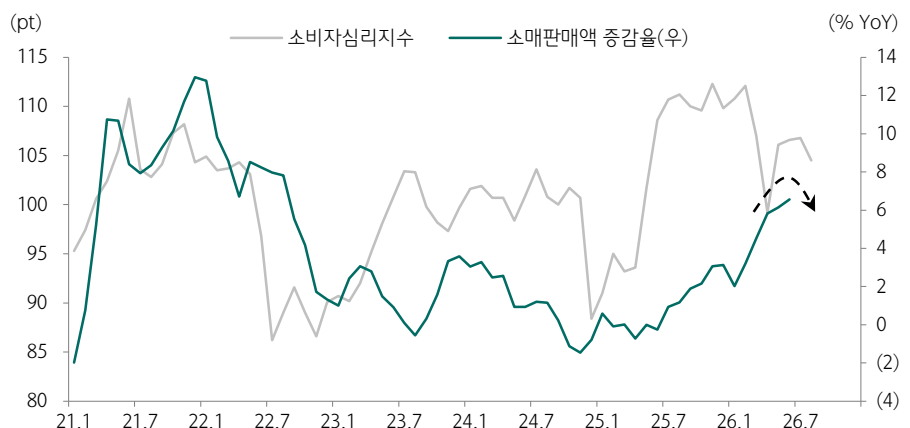
4) 8월 소비자심리 하락 전환

7월 소비자심리지수는 주식시장 급락에도 불구하고 106.8을 기록, 6월 대비 오히려 0.2p 개선되는 모습을 보였다. 소비자심리지수 조사가 일반적으로 매월 25일 전후에 이뤄진다는 점을 감안하면, 주식시장 급락 영향이 덜 미쳤을 수 있었다. 아무튼, 가계수입전망(101, MoM+1p)과 소비지출전망(110, MoM-)이 양호한 흐름을 이어갔고, 여기에는 임금에 대한 긍정적 전망이 영향을 미치고 있는 것 같았다(임금수준전망 124, MoM-). 아울러, 주택가격전망(127, MoM+7p)이 크게 상승한 게 인상적이었다. 이런 수치는 백화점 채널에 긍정적이었다. 상반기 백화점 성장이 주로 외국인 인바운드와 주식자산 효과에 의한 것이었다면, 하반기 이후에는 부동산 자산가치 상승과 외국인 인바운드 효과에 기대를 걸어볼 만한 모습이 었기 때문이다.

하지만, 8월은 대조적이다. 8월 소비자심리지수는 104.5로 전월 대비 2.3p나 하락했다. 역시 주식시장 급락 영향은 8월 소비심리로 나타난 것 같다. 내용이 더 좋지 않았다. 상승하고 있던 가계수입전망(100, MoM-1p), 취업기회전망(86, MoM-3p)은 물론, 임금수준전망(123, MoM-1p)까지 모두 전월 대비 하락했다. 주식시장 급락이 향후 경기전망에도 영향을 미치고 있는 것으로 보인다. 특이한 점은 지난 3월 이후 4개월 연속 상승했던 주택가격전망(125, MoM-2p)까지 하락 전환했다는 점이다. 백화점 채널에 부정적일 수밖에 없다.

도표 4. 소비자심리지수와 소매판매 증감율

주식시장 급락 영향,
8월 소비심리지수로 발현



자료: 한국은행, 통계청, 하나증권

2. 2분기 실적발표 정리: 편의점이 묘자

1) 롯데쇼핑: 일회성 손실만 아니라면

컬처웍스,
콘텐츠 사업 재고작 손실
228억 원 인식

역시 롯데쇼핑은 어렵다. 어디서 폭탄이 터질 지 모른다. 이번에는 '시네마'였다. 예상(OP 1,100억원)보다 전체 영업이익이 200억원 정도 못미쳤는데, 사실 백화점과 마트는 좋았다. 하이마트/홈쇼핑도 예상을 크게 벗어나지 않았다. 그런데, 컬처웍스에서 영업손실이 137억 원이 났다. 업황이 좋아서 70억원 영업이익 예상했던 사업이다. 콘텐츠 사업 재고작 손실 인식을 이번에 했다. 규모도 228억원이나 됐다. 이 일회성 손실만 아니었다면 2분기 실적은 기대치에 부합하는 실적이었다.

도표 5. 롯데쇼핑 분기 실적 전망

(단위: 십억원)

	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	2025	1Q26	2Q26P	3Q26F	4Q26F	2026F
매출	3,457	3,350	3,410	3,522	13,738	3,582	3,485	3,632	3,583	14,282
백화점	806	816	765	953	3,339	872	891	824	1,011	3,599
국내	775	786	734	917	3,213	837	856	789	972	3,454
해외	31	30	31	36	127	36	36	35	40	146
할인점	1,487	1,295	1,334	1,355	5,471	1,526	1,330	1,465	1,364	5,684
국내	1,018	946	990	971	3,925	1,041	979	1,138	1,011	4,169
해외	469	350	344	383	1,546	485	351	327	353	1,515
하이마트	529	594	652	524	2,300	497	591	646	520	2,254
슈퍼	305	309	314	299	1,226	306	313	316	297	1,232
홈쇼핑	228	231	211	232	902	232	239	216	234	920
이커머스	28	27	23	32	109	27	26	23	32	108
컬처웍스	86	92	128	128	434	125	106	153	142	526
영업이익	148	41	131	228	547	253	90	185	295	823
백화점	130	65	83	226	504	191	120	119	258	688
국내	128	63	80	220	491	184	112	113	251	660
해외	2	2	4	6	13	8	7	6	6	28
할인점	28	-39	12	-8	-7	34	-38	30	13	39
국내	7	-48	2	-18	-57	9	-42	25	8	0
해외	21	9	9	10	50	25	4	5	5	39
하이마트	-11	10	19	-9	10	-15	1	6	-11	-18
슈퍼	3	3	5	-3	8	2	-2	3	0	4
홈쇼핑	12	12	10	10	45	26	20	15	21	83
이커머스	-9	-8	-10	-3	-29	-6	-7	-7	0	-20
컬처웍스	-10	-6	8	-2	-11	8	-14	11	8	13
세전이익	45	-24	-15	78	83	180	19	82	219	501
당기순이익	18	-10	-49	115	74	144	15	64	173	396
지배주주순이익	16	-20	-57	112	52	128	-3	58	153	337
매출(YoY, %)	-1.6	-2.3	-4.4	1.3	-1.8	3.6	4.0	6.5	1.7	4.0
백화점	-1.1	-2.4	1.3	4.4	0.6	8.2	9.2	7.8	6.2	7.8
국내	-1.4	-2.7	0.7	4.2	0.3	7.9	8.8	7.5	6.0	7.5
해외	6.2	5.0	17.3	9.8	9.4	14.5	20.7	15.0	10.7	15.0
할인점	0.3	-1.8	-7.5	1.7	-1.9	2.6	2.6	9.8	0.6	3.9
국내	-3.4	-2.2	-9.6	0.9	-3.8	2.2	3.5	15.0	4.1	6.2
해외	9.5	-0.6	-0.9	3.6	3.3	3.4	0.2	-5.0	-8.0	-2.0
영업이익(YoY, %)	29.0	-27.5	-15.8	54.7	15.6	70.6	121.2	41.7	29.7	50.5
순이익(YoY, %)	-79.2	-77.6	-354.6	-111.5	-105.3	691.8	적지	흑전	36.6	552.7
영업이익률(YoY, %)	4.3	1.2	3.8	6.5	4.0	7.1	2.6	5.1	8.2	5.8
백화점	16.1	8.0	10.9	23.7	15.1	21.9	13.4	14.5	25.5	19.1
국내	16.5	8.0	10.8	24.0	15.3	21.9	13.1	14.3	25.9	19.1
해외	6.8	6.1	11.8	15.7	10.3	21.4	20.8	18.0	16.1	19.0
할인점	1.9	-3.0	0.9	-0.6	-0.1	2.2	-2.9	2.1	1.0	0.7
국내	0.7	-5.1	0.2	-1.8	-1.4	0.8	-4.3	2.2	0.8	0.0
해외	4.6	2.6	2.7	2.6	3.2	5.2	1.2	1.5	1.3	2.6

자료: 롯데쇼핑, 하나증권

2) 이마트: 실적 불확실성이 너무 크다

신세계건설
미분양 아파트/상가 대손충당금,
예측할 수 없는 일회성 비용

대형마트는 호조세다. 7월 기존점 성장률은 YoY 8.6%로 크게 올랐다. 8월은 더 커질 것으로 보인다. 홈플러스 영업중단 효과가 본격화 되고 있는데, 연간 4천억원 이상 매출 이전 효과가 있을 것으로 기대하고 있다. 트레이더스와 에브리데이도 7월 높은 신장세를 보이고 있다 (기존점 각각 YoY 8.5%, 12.5%). 다만, 쓱닷컴의 영업손실 규모는 다시 늘어나고 있고, G마켓 관련 지분법 손실은 매 분기 400억원 이상이다. SCK컴퍼니의 정상화는 생각보다 시간이 많이 소요되어 마케팅 재정비를 거쳐 실적 회복은 해를 넘겨야할 것 같다. 무엇보다 신세계건설의 미분양 아파트/상가에 대한 대손충당금은 예측하기 힘든 일회성 비용이다. 스타벅스는 높은 브랜드력으로 실적 회복 가시성이 높고, 쓱닷컴과 G마켓 손실도 충분히 본사 실적으로 극복할 수 있는 상황이지만, 신세계건설 실적 불확실성은 이마트 전체 실적 가시성을 낮추는 밸류에이션 할인 요인이다.

도표 6. 이마트 분기 실적 전망

(단위: 십억원)

	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	2025	1Q26	2Q26P	3Q26F	4Q26F	2026F
매출액	7,219	7,039	7,401	7,312	28,970	7,123	6,915	7,660	7,707	29,405
이마트(총매출)	3,042	2,770	2,971	2,870	11,653	3,033	2,792	3,208	3,028	12,061
트레이더스	967	900	1,000	985	3,852	1,060	993	1,110	1,035	4,199
SSG.COM(순매출)	357	350	319	321	1,347	323	311	287	292	1,212
스타벅스코리아	762	796	811	870	3,238	818	747	823	890	3,278
영업이익	159	22	151	-10	323	178	-43	191	114	441
이마트	78	-34	55	-12	87	80	-27	80	35	169
트레이더스	42	31	40	17	130	48	35	44	20	147
SSG.COM	-18	-31	-42	-27	-118	-22	-30	-20	-13	-85
스타벅스코리아	35	40	60	38	173	29	-18	41	30	82
세전이익	119	-26	344	-61	376	116	-145	129	72	172
지배주주순이익	71	-52	266	-148	136	60	-156	84	88	75
영업이익률(%)	2.2	0.3	2.0	-0.1	1.1	2.5	-0.6	2.5	1.5	1.5
이마트(%)	2.6	-1.2	1.8	-0.4	0.7	2.6	-1.0	2.5	1.2	1.4
세전이익률(%)	1.7	-0.4	4.7	-0.8	1.3	1.6	-2.1	1.7	0.9	0.6
당기순이익률(%)	1.0	-0.7	3.6	-2.0	0.5	0.8	-2.3	1.1	1.1	0.3
매출액(YoY, %)	0.2	-0.2	-1.4	0.9	-0.2	-1.3	-1.8	3.5	5.4	1.5
이마트	0.3	0.5	-3.4	2.4	-0.1	-0.3	0.8	8.0	5.5	3.5
트레이더스	5.6	8.1	3.6	17.8	8.5	9.7	10.3	11.0	5.2	9.0
SSG.COM	-13.7	-11.4	-18.3	-14.7	-14.5	-9.6	-11.4	-10.0	-9.0	-10.0
스타벅스코리아	3.7	4.7	2.9	6.3	4.4	7.4	-6.1	1.5	2.3	1.2
영업이익(YoY, %)	238.2	흑전	35.6	적지	584.8	11.9	적전	26.4	흑전	36.7
이마트	53.5	적지	-20.9	적지	흑전	3.2	적지	46.4	흑전	94.8
트레이더스	36.9	38.6	14.8	223.1	39.5	13.0	12.0	12.5	19.9	13.5
SSG.COM	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지
스타벅스코리아	7.3	-6.5	-9.6	-22.4	-9.3	-16.5	적전	-31.4	-20.6	-52.7
세전이익(YoY, %)	262.7	적지	191.9	적지	흑전	-3.1	적지	-62.4	적지	-54.3
지배주주순이익(YoY, %)	157.3	적지	120.5	적지	흑전	-15.5	적지	-68.6	적지	-45.0

자료: 이마트, 하나증권

3) 현대백화점: 실적 모멘텀 확대기 진입

지누스 영업손실 축소,
면세점 사업 불확실성 해소로
실적 턴어라운드 본격화 전망

2분기 실적은 다소 아쉬움이 있지만, 실적 저하의 이유가 명확했기 때문에 큰 문제는 아니다. 지누스의 영업손실이 3분기 의미 있게 낮아지는 모습이 보인다면, 홀가분하게 4분기 성수기를 맞이할 수 있게 된다. 면세점 사업 불확실성 해소도 긍정적이다. 오히려 하반기 백화점 기존점 성장률이 YoY 10% 이상을 계속 유지할 수 있을 지가 관건이다. 회사에서는 면세점은 2027년 연간 영업이익 400억원 규모를, 지누스는 2026년 4분기 BEP를 목표하고 있다. 3분기 이후 사업 구조 개선(면세점+지누스) 및 감가상각비 감소(YoY -6%) 효과로 영업이익이 YoY 30% 이상 증가하면서 실적 턴어라운드를 본격화할 전망이다.

도표 7. 현대백화점 분기 실적 전망

(단위: 십억원)

	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	2025	1Q26	2Q26P	3Q26F	4Q26F	2026F
순매출	1,098	1,080	1,010	1,042	4,230	950	1,068	1,137	1,288	4,443
백화점	589	590	577	682	2,438	633	644	634	723	2,633
면세점	294	294	223	205	1,014	214	310	319	377	1,220
지누스	250	229	242	192	913	140	148	217	220	724
총매출	2,555	2,474	2,320	2,523	9,871	2,306	2,503	2,580	2,946	10,334
백화점	1,716	1,681	1,691	1,957	7,045	1,807	1,823	1,813	2,082	7,524
면세점	589	564	387	374	1,913	359	533	550	644	2,086
지누스	250	229	242	192	913	140	148	217	220	724
영업이익	112	87	73	106	378	99	79	90	145	413
백화점	97	69	89	138	394	136	110	105	151	502
면세점	(2)	(1)	1	2	0	3	6	8	11	29
지누스	28	29	(8)	(24)	25	(30)	(27)	(13)	(6)	(76)
세전이익	121	78	65	(141)	123	99	78	89	104	370
지배주주순이익	68	45	45	49	208	68	69	71	74	282
총매출(YoY, %)	5.0	(0.1)	(4.6)	(7.3)	(1.9)	(9.7)	1.2	11.2	16.8	4.7
백화점	(3.1)	(5.1)	(0.2)	2.7	(1.3)	5.3	8.4	7.2	6.4	6.8
면세점	15.5	12.7	(16.7)	(29.0)	(4.4)	(39.1)	(5.5)	42.0	72.4	9.0
지누스	64.2	11.2	(11.4)	(33.6)	(0.8)	(44.2)	(35.7)	(10.1)	14.5	(20.7)
영업이익(YoY, %)	63.3	102.8	12.5	(1.7)	33.1	(12.2)	(8.7)	23.8	36.7	9.2
백화점	(5.7)	(2.4)	25.8	21.0	9.6	39.7	58.9	17.7	9.5	27.5
면세점	적지	적지	흑전	흑전	적지	흑전	흑전	537.1	408.7	14,182.4
지누스	흑전	흑전	적전	적전	흑전	적전	적전	적지	적지	적전
지배주주순이익(YoY, %)	(0.6)	흑전	113.4	146.8	흑전	0.5	52.4	56.6	49.8	35.7
영업이익률(%)	4.4	3.5	3.1	4.2	3.8	4.3	3.2	3.5	4.9	4.0
백화점	5.7	4.1	5.3	7.0	5.6	7.5	6.0	5.8	7.2	6.7
면세점	(0.3)	(0.2)	0.3	0.6	0.0	0.9	1.2	1.5	1.7	1.4
지누스	11.0	12.7	(3.2)	(12.2)	2.8	(21.6)	(18.1)	(6.0)	(2.9)	(10.5)

자료: 현대백화점, 하나증권

4) 신세계: 잠깐 쉬어가는 시기

실적은 양호하지만
주식자산 효과 Peak out 영향

실적은 흠 잡을 데가 없다. 양호한 실적에도 불구하고 주식자산 효과 Peak out에 따른 적정 밸류에이션 하향 조정이 불가피한 상황이다. 적정 밸류에이션이 얼마인지 당분간 뚜렷한 방향을 못잡을 수 있다. 다만, 백화점 기존점 YoY 10% 이상 유지하고 있고, 외국인 인바운드 효과가 강해지고 있는 만큼 추가적인 주가 하락 여지는 제한적이다. 4분기 성수기, 2027년 가계소득 증가 효과가 부각될 경우 재차 주가 모멘텀을 기대할 수 있겠다.

도표 8. 신세계 분기 실적 전망

(단위: 십억원)

	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	2025	1Q26	2Q26P	3Q26F	4Q26F	2026F
순매출액	1,666	1,694	1,636	1,934	6,929	1,847	1,780	1,621	1,890	7,138
백화점	659	629	623	764	2,675	741	739	716	848	3,043
신세계인터	304	309	310	344	1,267	296	292	273	331	1,191
센트럴시티	89	96	98	110	393	99	109	108	121	436
신세계DF	562	605	539	599	2,305	590	543	404	432	1,969
백화점 총매출액	1,792	1,747	1,712	2,154	7,404	2,026	2,017	1,934	2,389	8,366
영업이익	132	75	100	173	480	198	167	169	246	780
백화점	108	71	84	143	406	141	109	120	181	551
신세계인터	5	(2)	(2)	(3)	(2)	15	7	4	10	36
센트럴시티	22	10	28	29	89	26	15	31	32	104
신세계DF	(2)	(2)	(6)	2	(7)	11	33	22	26	93
세전이익	105	12	63	(47)	132	185	141	137	185	648
순이익	77	8	48	(69)	65	145	107	104	149	505
지배주주순이익	58	(2)	35	(77)	14	120	90	85	119	414
매출액(YoY, %)	3.8	5.6	6.2	6.2	5.5	10.9	5.1	(0.9)	(2.2)	3.0
백화점	(0.8)	(2.1)	1.1	5.9	1.2	12.4	17.5	15.0	10.9	13.8
신세계인터	(1.7)	(3.8)	4.9	(9.9)	(3.1)	(2.8)	(5.5)	(12.0)	(3.8)	(6.0)
센트럴시티	(0.2)	1.5	3.9	13.2	4.7	11.4	12.8	10.0	10.0	11.0
신세계DF	15.4	22.9	14.2	7.9	14.9	5.0	(10.3)	(25.0)	(27.9)	(14.6)
백화점 총매출액	(0.5)	0.0	1.4	7.2	2.2	13.0	15.5	13.0	10.9	13.0
영업이익(YoY, %)	(18.8)	(35.9)	7.3	66.5	0.6	49.5	121.8	69.2	42.7	62.5
백화점	(5.1)	(13.3)	(4.5)	17.7	0.2	30.7	53.5	42.8	26.4	35.7
신세계인터	(58.3)	적전	적전	적전	적전	217.1	흑전	흑전	흑전	흑전
센트럴시티	(15.3)	(10.1)	6.6	28.6	3.6	17.1	52.0	12.2	11.0	17.4
신세계DF	적전	적전	적지	흑전	적지	흑전	흑전	흑전	1220.2	흑전
영업이익률(%)	7.9	4.4	6.1	8.9	6.9	10.7	9.4	10.4	13.0	10.9
백화점	6.0	4.1	4.9	6.7	5.5	7.0	5.4	6.2	7.6	6.6
신세계인터	1.5	(0.7)	(0.6)	(0.8)	(0.2)	5.0	2.4	1.5	3.0	3.0
센트럴시티	25.0	10.2	28.1	26.6	22.6	26.3	13.7	28.7	26.8	23.9
신세계DF	(0.4)	(0.2)	(1.0)	0.3	(0.3)	1.8	6.1	5.5	6.1	4.7

자료: 신세계, 하나증권

5) GS리테일: 좋을 때 모이면 더 좋아하는 친구들

외국인 매출 비중 상승,
FCS 점포 확대 및
퀵커머스 증가로
높은 동일점 성장률 기록

GS리테일의 2분기 실적에서 주목해야 할 부분은 상대적으로 높은 동일점 성장률과 퀵커머스의 역할이다. 편의점 동일점 성장률은 YoY 7.5%로 2020년 이후 가장 높은 수치를 보였다. 외국인 매출 비중 상승(약 2%), FCS(Fresh Concept Store) 점포 확대, 퀵커머스 증가 영향으로 보인다. 슈퍼 부문 매출은 퀵커머스 기여도 확대(매출 YoY 50%, 매출 비중 9.9%)로 YoY 10% 증가하였다.

GS리테일의 강점은 신선과 퀵커머스에 있다. 편의점 포화기 GS리테일은 부진 점포를 줄이고 대형 FCS 점포를 늘리는 방식으로 점포당 효율을 제고했다. 신선식품 온라인 사업을 운영해본 경험이 있고, 슈퍼 사업을 하고 있기 때문에 가능한 컨셉이다. FCS 점포는 일반 점포에 비해 매출이 50~60% 이상 더 나오고 있다. 퀵커머스 확대는 신선 카테고리 중심의 편의점+수퍼의 규모 경제 효과를 내고 있다. 우리동네GS를 중심으로 쿠팡잇츠/배달의민족과 제휴하면서 가파르게 성장하면서 새로운 성장 동력으로 작용하고 있다. 슈퍼 사업에서 매출 비중 10%에 달한 만큼 더욱 실적 기여도를 높일 전망이다. 퀵커머스+FCS를 활용한 편의점 및 슈퍼 사업 시너지와 성장률 제고는 경쟁사가 갖지 못한 사업구조로 밸류에이션 프리미엄 요인이 될 수 있다.

도표 9. GS리테일 분기 실적 전망

(단위: 십억원)

	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	2025	1Q26	2Q26P	3Q26F	4Q26F	2026F
매출액	2,750	2,981	3,205	3,017	11,953	2,855	3,175	3,336	3,137	12,503
편의점	2,012	2,226	2,449	2,253	8,940	2,086	2,384	2,532	2,329	9,331
슈퍼	416	427	459	440	1,743	453	470	505	480	1,908
홈쇼핑	258	266	248	278	1,049	262	268	250	275	1,055
기타	64	62	50	54	230	53	53	49	54	209
영업이익	42	84	111	56	294	58	109	119	72	358
편의점	17	59	85	25	186	21	71	91	33	217
슈퍼	8	5	9	5	27	12	9	12	7	40
홈쇼핑	22	25	12	34	93	30	27	17	34	107
기타	(6)	(5)	5	(6)	(11)	(5)	2	(1)	(2)	(6)
세전이익	16	17	111	(53)	91	59	91	103	25	278
지배주주순이익	7	15	95	(68)	49	43	65	78	20	206
영업이익률(%)	1.5	2.8	3.5	1.9	2.5	2.0	3.4	3.6	2.3	2.9
편의점	0.9	2.7	3.5	1.1	2.1	1.0	3.0	3.6	1.4	2.3
슈퍼	1.9	1.3	2.0	1.1	1.6	2.7	2.0	2.3	1.4	2.1
홈쇼핑	8.7	9.5	4.7	12.1	8.9	11.3	10.0	6.9	12.3	10.2
매출액(YoY, %)	1.8	1.7	5.3	3.2	3.1	3.8	6.5	4.1	4.0	4.6
편의점	2.2	1.5	6.1	2.5	3.2	3.7	7.1	3.4	3.3	4.4
슈퍼	9.2	8.3	8.5	7.5	8.4	9.0	10.1	10.0	8.9	9.5
홈쇼핑	(6.7)	(2.7)	(1.4)	10.5	(0.3)	1.6	0.9	1.0	(1.0)	0.6
영업이익(YoY, %)	(15.9)	1.7	31.5	76.8	17.9	39.4	29.5	6.7	28.4	22.0
지배주주순이익(YoY, %)	(81.1)	(74.4)	흑전	적지	1,837.6	539.9	326.8	(17.7)	흑전	320.6

자료: GS리테일, 하나증권

6) BGF리테일: 확대되는 외국인 인바운드 효과

외국인 매출 비중 증가 및
영업레버리지 구간 진입

BGF리테일은 유통 업종 2분기 실적발표의 주인공이라고 할 만하다. 실적도 기대치를 넘어서 좋았지만, 신세계부터 롯데쇼핑까지 다양한 이유로 투자의 불안감이 만연한 시기 확실한 피난처가 되어 주었기 때문이다. 성장률도 예상보다 좋았다. 동일점 성장률은 1분기 YoY 2.7%에 이어 2분기 YoY 4.2%(객수 3%+객단가 1.2%)로 상승했다. 외국인 인바운드 모멘텀은 백화점의 전유물이 아니었다. 편의점에 미치는 영향도 작지 않았다. 외국인 매출 비중은 1분기 1.6%에서 2분기 2.2%(YoY 0.8%p)까지 상승했다. 영업레버리지 구간에 진입하는 시기라는 점도 매력적으로 다가왔다. 감가상각비 등 고정비 부담 완화로 판관비율이 15.6%(YoY -0.1%p)로 낮아지면서, 매출 성장에 의한 영업레버리지 효과가 크게 발생했기 때문이다. 화물연대 파업 관련 일회성 비용(대체물류비 등)을 감안하면 더욱 그렇다(단, 점주지원비용은 영업외비용으로 반영).

도표 10. BGF리테일 분기 실적 전망

(단위: 십억원)

	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	2025	1Q26	2Q26F	3Q26F	4Q26F	2026F
매출액	2,016	2,290	2,462	2,292	9,061	2,120	2,427	2,569	2,374	9,491
편의점	1,975	2,238	2,406	2,239	8,858	2,070	2,373	2,511	2,321	9,273
기타	41	52	56	54	203	51	54	59	54	217
영업이익	23	69	98	64	254	38	85	101	76	300
편의점	23	60	84	55	222	34	81	95	68	278
기타	-1	9	14	9	32	4	4	6	8	22
세전이익	17	67	99	64	247	38	75	100	74	287
순이익	13	53	79	50	195	29	57	77	58	221
영업이익률(%)	1.1	3.0	4.0	2.8	2.8	1.8	3.5	3.9	3.2	3.2
매출(YoY, %)	3.2	4.0	5.9	3.4	4.2	5.2	6.0	4.3	3.6	4.7
영업이익(YoY, %)	(30.7)	(8.9)	7.1	24.4	0.9	68.4	22.3	3.7	17.7	18.1
순이익(YoY, %)	(42.9)	(9.7)	13.5	14.5	0.0	119.2	7.6	(2.7)	16.2	13.2

자료: BGF리테일, 하나증권

7) 호텔신라: 면세점 매출 성장을 제고 과제

인천공항 DF1 영업 종료 및
외국인 호텔 수요 증가하지만
아쉬운 면세점 매출 성장을

2분기 실적은 전 사업 부문이 흑자를 보이며 사업구조가 안정화되었다는 데 가장 큰 의미가 있다. 인천공항 DF1이 영업을 종료하면서 공항점이 흑자전환(영업이익 100억원 추정)했고, 시내점 영업이익률도 7%로 선전했다. 호텔사업은 매출이 YoY 14% 성장하면서 핵심 성장 동력으로 작용하고 있다. 3분기 전망도 긍정적이다. 한중 주당 노선이 전분기 대비 10% 가까이 늘어난다. 호텔 사업 역시 긍정적이다. 외국인 호텔 수요가 일반 호텔까지 확대 중이다. 제주호텔은 3분기가 극성수기다. 다만, 2분기 시내 면세점 매출 성장률이 YoY 2%에 그친 점은 아쉬움이다. 도매 비중이 상승했다는 말은 외국인 개별 관광객 트래픽을 잡지 못하고 있다는 말과 다르지 않다. 2분기 외국인 입국자 증가율이 YoY 20%를 넘어섰고, 1분기보다 증가율이 더 높아진 상황에서는 더욱 그렇다. 수익성 개선도 중요하지만, 면세점 매출이 정체된다면 12MF PER 15배 이상의 밸류에이션은 부담스러울 수 있다.

도표 11. 호텔신라 분기 실적 전망

(단위: 십억원)

	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	2025	1Q26	2Q26P	3Q26F	4Q26F	2026F
매출액	972	1,025	1,026	1,045	4,068	1,054	972	959	986	3,971
면세점	827	850	850	855	3,382	885	773	765	785	3,208
시내	316	364	366	338	1,383	353	371	380	350	1,454
공항	511	487	484	517	1,999	532	402	385	435	1,754
호텔/생활레저	145	175	176	191	687	169	199	194	201	763
영업이익	(3)	9	12	(4)	14	20	61	62	57	201
면세점	(5)	(11)	(10)	(21)	(47)	12	36	36	35	120
시내	25	9	13	15	62	26	26	28	24	105
공항	(30)	(20)	(23)	(36)	(110)	(14)	10	8	11	15
호텔/생활레저	3	20	22	17	61	8	25	26	22	81
세전이익	(4)	2	(187)	(41)	(230)	12	39	40	64	155
순이익	(6)	(1)	(149)	(17)	(173)	6	21	30	44	101
지배주주순이익	(6)	(1)	(149)	(17)	(173)	6	21	30	44	101
영업이익률(%)	(0.3)	0.8	1.1	(0.4)	0.3	1.9	6.3	6.4	5.8	5.1
면세점	(0.6)	(1.3)	(1.2)	(2.4)	(1.4)	1.4	4.7	4.7	4.5	3.7
호텔/생활레저	1.7	11.4	12.4	8.7	8.9	4.9	12.4	13.3	11.0	10.6
세전이익률(%)	(0.4)	0.2	(18.3)	(3.9)	(5.7)	1.1	4.0	4.1	6.5	3.9
순이익률(%)	(0.6)	(0.1)	(14.5)	(1.6)	(4.2)	0.6	2.2	3.1	4.4	2.5
매출액 (YoY %)	(0.9)	2.3	0.9	10.3	3.1	8.4	(5.2)	(6.5)	(5.7)	(2.4)
면세점	(0.4)	2.1	0.6	10.5	3.0	7.0	(9.1)	(9.9)	(8.2)	(5.2)
시내	(21.0)	(3.2)	(1.3)	8.7	(5.1)	11.7	2.0	4.0	3.4	5.1
공항	18.7	6.4	2.1	11.8	9.5	4.0	(17.4)	(20.4)	(15.8)	(12.2)
호텔/생활레저	(3.6)	3.2	2.7	9.3	3.1	16.7	13.7	10.0	5.6	11.1
영업이익 (YoY, %)	적전	(68.6)	흑전	적지	흑전	흑전	605.5	437.3	흑전	1,379.5
면세점	적전	적전	적지	적지	적지	흑전	흑전	흑전	흑전	흑전
호텔/생활레저	(59.7)	(2.9)	0.9	3.1	(5.6)	228.0	23.5	18.0	34.7	33.0
세전이익 (YoY, %)	흑전	흑전	흑전	흑전	흑전	흑전	1,653.0	흑전	흑전	흑전
지배주주순이익 (YoY, %)	적지	적전	적지	적지	적지	흑전	흑전	흑전	흑전	흑전

자료: 호텔신라, 하나증권

3. 투자전략: 방어하거나, 미리 준비하거나

1) 백화점과 KOSPI의 디커플링의 시작점을 기다리며

지난 5월 이후 소비심리는 3개월 연속 상승세에 있었다. 8월 소비심리지수가 중요한 이유는, 소비시장에 대한 실질적인 KOSPI 지수 급락 영향을 엿볼 수 있기 때문이다. 7월 소비심리지수는 KOSPI 급락에도 불구하고 우려보다 양호했는데, 전술한 바와 같이 실제 조사 시기가 급락 전이었을 가능성 때문에 그 영향 정도에 의심이 있었다. 만일 8월 소비심리가 7월 수준을 웃돌 경우, KOSPI 하락이 소비와 유통 업체 실적에 미치는 영향에 대한 우려는 상당히 불식될 수 있었다.

주식자산 효과의 Peak out을
가계소득전망이 얼마나
상쇄할 수 있을지가 관건

최근 소비심리를 견인하고 있는 두 요소는 주택자산전망과 가계소득전망이다. 현재 백화점 실적 모멘텀을 견인하고 있는 세 요소, 외국인인바운드/주식자산/가계소득 효과라는 점을 감안하면, 주식자산 효과의 Peak out을 가계소득전망이 얼마나 상쇄할 수 있느냐가 관건인데, 8월 소비심리가 그 가늠자 역할을 할 수 있었던 것이다.

결국, 8월 소비심리지수가 7월 수준 이상 나왔다면, i) 가계소득전망이 주식자산 효과의 Peak out을 상쇄하고 있음을 입증하는 것이었고, ii) 주식시장 방향과 무관하게 향후 백화점 업체들의 실적 전망은 좀더 긍정적일 수 있었으며, iii) 밸류에이션에 대한 부담도 동시에 완화시킬 수 있었다. 백화점 업종 주가와 KOSPI의 디커플링도 본격화될 수 있었다.

주지하다시피 한국에서 소비는 후행지표이다. 수출이 좋아지면서, 기업의 이익이 증가하면, 설비투자가 증가하고, 그러면 고용과 임금이 상승하면서 가계 소득과 소비가 증가하는 경기 순환을 그리기 때문이다. 즉, 수출 증가율이 Peak out할 때, 소비는 그제서야 정점을 향해 시동을 거는 양상을 일반적으로 보여왔으며, 그래서 유통업종은 KOSPI Peak out 시기 방어 주 역할을 해왔다. KOSPI와 소매판매율이 같이 올라가는 모습은 상당히 이례적인 현상이다. 이는 주식시장 급등에 따른 주식자산 효과가 크게 작용했기 때문이다.

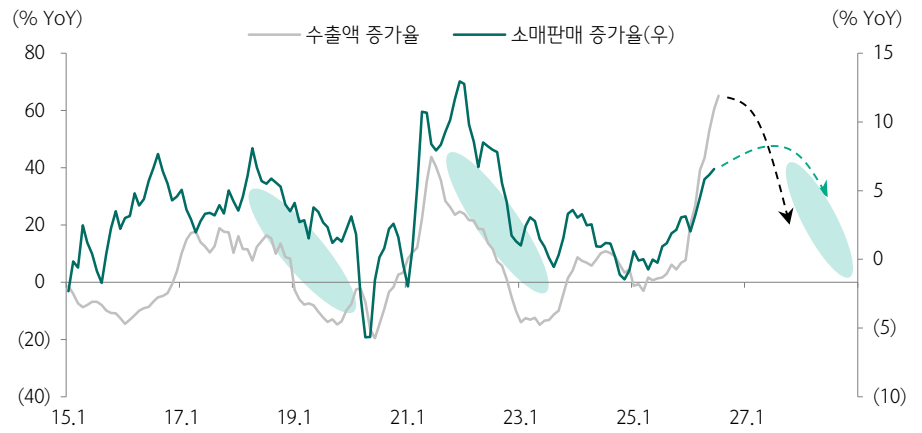
수출 및 GDI 증가가
투자, 고용/임금 상승으로 연결,
2027년 소비 기대

하지만, 경기순환의 흐름을 따라가면 진짜 소비는 2027년이 더 기대되는 상황이다. 막대한 수출과 GDI 증가가 내년부터 투자와 고용/임금 상승으로 이어질 가능성이 크기 때문이다. 이에 따른 가계소득 증가에 따른 소매판매 증가 정도는 주식자산에 따른 그것보다 훨씬 클 수 있다. 주식자산 효과가 정점에 이르렀던 2분기 소매판매는 YoY 6.5% 증가했다. 2분기 GDI 증가율은 YoY 16%에 달한다. 과거 데이터를 살펴보면 GDI 증가율과 소매판매 증가율은 그 방향성뿐 아니라 증가율 자체도 유사한 수준임을 알 수 있다. 실제로 삼성전자와 SK 하이닉스 성과급만으로 한국 소비시장을 5%p 제고시킬 수 있는 상황이다. 2027년 두 반도체 대기업뿐 아니라 소부장 업체들까지 거액의 신규 투자가 본격화된다. 2027년 투자 확대에 의한 가계소득 및 소비 증가 효과는 더 클 수 있다. 정말 소비가 YoY 16% 증가할 수도 있는 상황이다.

GDI 증가율이 YoY 16%에 이르렀던 적은 1988년 이후 처음이라고 한다. 당시 1인당 GDP가 2천달러 밖에 안됐기 때문에 비교 자체가 안된다. 아직 한번도 경험해보지 못한 현상이라고 볼 수 있다. 투자 확대 및 소비 증가로 2027년 수요견인 인플레이션의 정도가 얼마나 될 지 모르기 때문에 한국은행도 긴장하고 있는 상황이다. 그래서 정책금리를 계속 올리고 있다. 2027년 소비가 얼마나 증가할 지 가늠하기 힘든 상황이다. 아무튼 이러한 논리의 궤적을 따른다면 백화점 주가와 KOSPI는 곧 디커플링 될 가능성이 크다. 시간 문제일 뿐이다.

도표 12. 수출 증가율과 소매판매 증가율

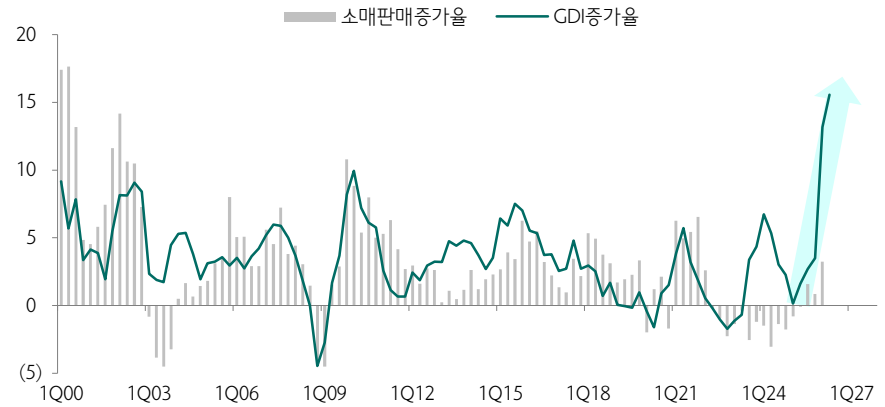
소매판매는 수출의 후행지표,
2027년부터 수출 증가에 의한
소비 증가 본격화 전망



자료: 통계청, 하나증권

도표 13. GDI와 소매판매 증가율 추이

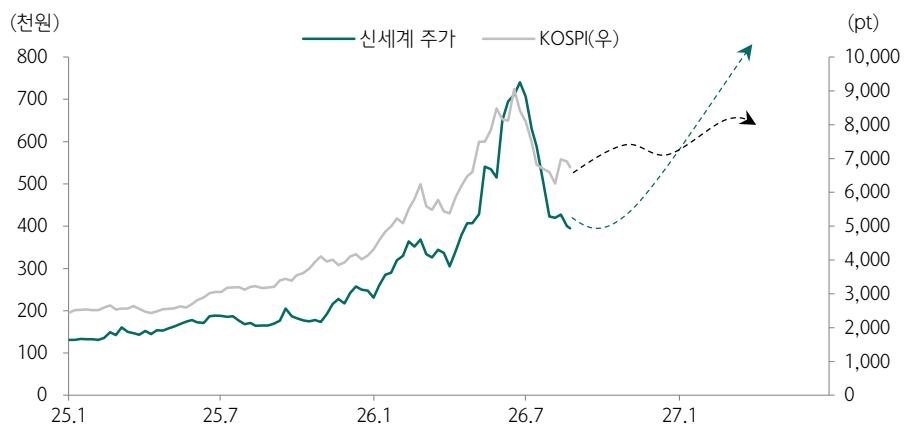
GDI 증가율과 소매판매 증가율
방향성뿐 아니라 증가율 자체도
유사한 수준



자료: 통계청, 하나증권

도표 14. KOSPI와 신세계 주가

2027년 소비 증가로
디커플링이 예상되는
KOSPI와 백화점 주가



자료: QuantiWise, 하나증권

2) 유통 업종 투자전략: 단기 편의점(BGF리테일), 중장기 백화점(롯데쇼핑)

(1) 편의점이 매력적인 이유: 심플함+높은 가시성

BGF리테일과 GS리테일의 실적이 시장 예상치를 넘어서면서 편의점이 유통 업종 투자의 가장 안전한 대안으로 부각되고 있다. 사실 실적은 다 좋아지고 있다. 예상치를 벗어난 롯데쇼핑도 영업이익이 100% 증가하고 있다. 문제는 불확실성 차이이다.

백화점 업체의 주가 불확실성,
대형마트 업체의 실적 불확실성

첫째, 백화점 업체들, 즉 신세계/현대백화점은 주가 불확실성이 크다. 상반기 KOSPI와 높은 동행성을 보이면서 주식자산 효과를 톡톡히 봤다. 기존점 성장률이 2023~24년 YoY 2%에서 2026년 YoY 15%로 점프하자 주가는 4~5배가 올랐다. 현재 신세계와 현대백화점 주가는 KOSPI와 함께 Peak out한 상황이다. PER 역시 10배가 채 되지 않을 정도로 낮은 수준이지만, 분명히 2024년에 PER에 비해서는 두배 가까이 높은 상황이다. 함부로 주가 바닥을 논하기 쉽지 않은 것이다. 8월 소비심리 하락은 당분간 백화점 업종 주가와 KOSPI의 동행성이 지속될 수 있음을 보여주고 있다.

둘째, 롯데쇼핑과 이마트는 실적 불확실성이 크다. 사실 롯데쇼핑은 백화점 부문 영업이익이 전체 영업이익의 80%가 넘기 때문에 백화점 업체로 보는 게 맞을 수 있다. 주가도 같이 움직였다. 하지만, 최근 대형마트 부문 실적이 강하게 리바운드 하면서 이마트와 교집합을 형성하게 되었다. 이 두 회사의 공통점은 실적 불확실성이 크다는 것이다. 두 회사 모두 계열사가 너무 많다. 이마트의 경우, 쓱닷컴/G마켓/스타벅스의 실적 부진이 우려되는데, 심지어 신세계건설의 실적은 아예 추정이 안된다. 롯데쇼핑의 경우, 롯데하이마트/인도네시아 대형마트/식품온라인(제타 서비스) 등이 불안 요인이다. 이번 2분기 실적에서는 뜬금없이 잘 나가던 시네마에서 예상치 못했던 일회성 비용이 200억원 이상 톡 튀어 나오면서 시장 기대치를 밑도는 요인이 되었다. 이 두 회사는 실적 예측이 대단히 힘든 회사다. 밸류에이션이 낮아도 웬만한 확신 없이 매수가 힘든 종목이 되었다.

편의점 업체,
소외로 인한 낮은 밸류에이션,
낮은 실적 불확실성 및
긍정적 실적 전망

반면, 편의점 업체들은 i) 소외되어 있었다. 백화점 업체들처럼 주가가 오른 게 없다는 말이다. 당연히 밸류에이션도 12MF PER 10배 이하로 낮았다. 아울러, ii) 롯데쇼핑이나 이마트처럼 실적 불확실성이 크지도 않다. 심플하다. BGF리테일은 편의점 사업만 하고 있으며, GS리테일은 수퍼와 홈쇼핑이 있지만, 연관 산업인데다 실적 가시성도 높다. 어바웃펫을 비롯 부진 계열사를 꽤 구조조정했다. iii) 실적 전망도 긍정적이다. 외국인 인바운드 효과도 작지 않으며, 투자 회수기로 접어들면서 영업레버리지가 커지고 있다. 불확실성 시기 가장 합리적 투자 대안이 되고 있다.

(2) 불확실성 하에서는 편의점, 소비 지표 상승기 백화점, 특이, 롯데쇼핑

백화점 기존점 성장률이 정점을 지난 상황, 더구나 3분기는 백화점 비수기이며 전년도 베이스가 높아지는 시기이다. 백화점은 저점을 찾는 시기이지 주가 모멘텀을 기대하기는 쉽지 않다. 롯데쇼핑은 실적에 대한 신뢰를 회복할 때까지 역시 주가 모멘텀을 형성하기 어려울 듯하다. 3분기는 대형마트를 보유한 업체들의 아웃퍼폼을 기대할 수 있는 시기이고, 그래서 이마트와 롯데쇼핑이 상대적으로 백화점 업체들을 아웃퍼폼할 수 있는 기간이기도 하다. 하지만, 두 회사의 실적 불확실성이 주가를 평온하게 잡아두고 있지는 못하고 있다.

따라서, 백화점 기존점 성장률의 회복이 가시화되기 전까지, 2027년 소비의 방향성이 잡히기 전까지는 편의점 업체들이 방어주 역할을 할 수 있다. 다만, 편의점 업체들의 한계도 명확하다. 편의점 업체들 역시 i) 3분기는 베이스가 높아지고, ii) 과거와 같은 고성장을 하기 어려운 상황이다. 즉, 12MF PER 15배까지는 힘들다는 판단이다. 12~13배 정도를 상단으로 보는 게 바람직하다. 그렇게 보면 주가 상승 여력이 커 보이지는 않는다.

**외국인 인바운드 모멘텀 및
GDI 증가 효과가
가계소득, 소비로 이어질 경우
유통업 주가 모멘텀 회복 기대**

4분기 백화점 성수기로 들어서면서 얼마나 기존점 성장률이 회복되는지 봐야 한다. 높아지는 전년도 베이스를 극복하지 못하면 2026년의 주가 모멘텀은 일장춘몽으로 끝날 수 있다. 외국인 인바운드 모멘텀과 더불어 GDI 증가 효과가 가계소득과 소비로 이어지는 구도가 확인될 경우 유통 업체들의 본격적인 주가 모멘텀 회복을 기대할 수 있을 것이다. 이때는 특정 채널보다 되도록 많은 채널을 포괄하고 있는 업체들의 기업가치가 높아질 가능성이 크다. 이마트보다는 롯데쇼핑, BGF리테일보다는 GS리테일의 사업구조가 빛을 발휘할 수 있다. 이러한 전략은 유통 업종 투자의 대 전제를 기반으로 두고 있다. 유통 대기업들은 이때까지 한번도 매크로와 소비패턴에 역행하는 실적을 내놓은 적이 없다는 사실, 철저히 매크로와 소비패턴 변화에 종속적이라는 특징이다.

(3) 2026년 말부터 백화점과 KOSPI 동행성 탈피하게 될 것

**4분기 백화점 주가,
KOSPI 대비 아웃퍼폼하며
KOSPI와의 동행성 탈피 전망**

전술한 바와 같이 2026년 상반기 백화점 주가와 KOSPI의 높은 동행성은 두 지표의 본질을 벗어난 현상으로 머지않아 백화점 주가와 KOSPI는 동행성을 탈피하게 될 것으로 본다. 물론, 탈피의 방향은 백화점 주가의 KOSPI 대비 아웃퍼폼이며, 그 시기는 4분기가 될 가능성이 크다. 한국의 수출 증가는 2026년 하반기를 정점으로 둔화될 가능성이 높지만, 한국 내수 소비시장의 가장 큰 모멘텀은 2027년부터 본격화될 공산이 크기 때문이다. 전술한 GDI의 엄청난 증가가 투자와 고용, 임금 상승, 가계소득과 소비로 이어지는 시기가 2027년부터이기 때문이다. 이는 2026년 상반기 주식자산 효과보다 훨씬 크고 광범위하게 영향을 미칠 가능성이 크다. 백화점 업체들의 주가 모멘텀도 주식자산 효과에서 GDI 증가 효과로 서서히 넘어가면서 백화점 주가와 KOSPI가 디커플링 될 것으로 예상된다.

3분기는 대형마트 업체들의 실적 모멘텀이 부각되는 시기다. 따라서, 이마트와 롯데쇼핑이 상대적으로 아웃퍼폼할 수 있는 기회였다. 그런데, 대형마트 호실적을 모두 상쇄시키는 계열사 불확실성이 너무 큰 상태다. 당분간 계열사 불확실성이 완화되기 전까지 두 회사의 뚜렷한 주가 모멘텀을 기대하기는 어려워 보인다. 신세계와 현대백화점 같은 백화점 업체들은 (롯데쇼핑도 백화점 부문 이익이 전체의 80%를 넘는 만큼, 여기에 포함될 수 있다) 3분기 비수기, 쉬어갈 수 있는 구간이다. 4분기부터 KOSPI와 디커플링되면서 서서히 KOSPI를 아웃퍼폼하는 모습을 기대할 수 있겠다. 따라서, 2027년을 미리 준비하는 긴 호흡으로 롯데쇼핑을 중심으로 백화점 업체들 비중을 조금씩 늘려가는 전략도 유효하다. 단, 이는 백화점 기존점 성장률이 YoY 10% 이상 견조한 상황이 유지된다는 가정 하에서 성립하는 전략이다. 만일 전년도 높은 베이스를 극복하지 못하고, 기존점 성장률이 YoY 5% 내외 수준으로 하락한다면 한번 더 주가 조정이 올 수 있다.

도표 15. 유통 업종 주가 모멘텀 요약

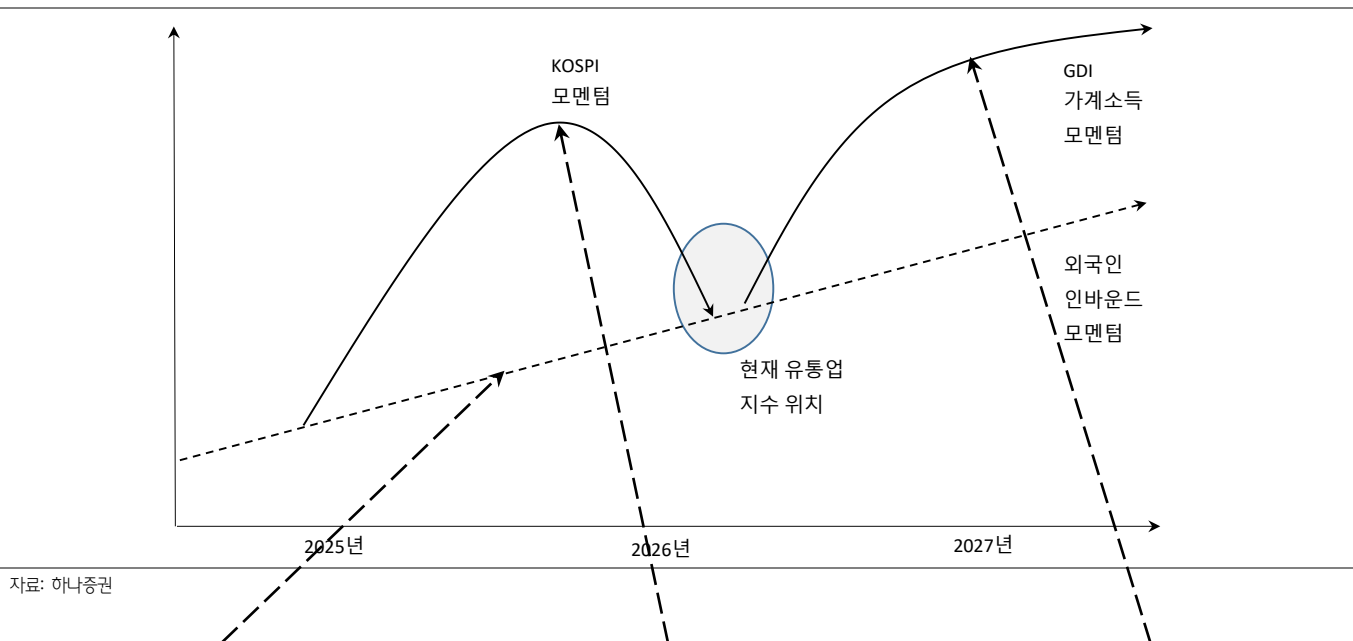


도표 16. 외국인 인바운드

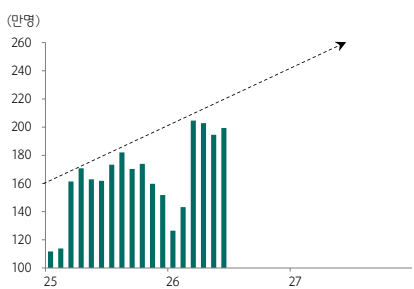


도표 17. KOSPI 지수

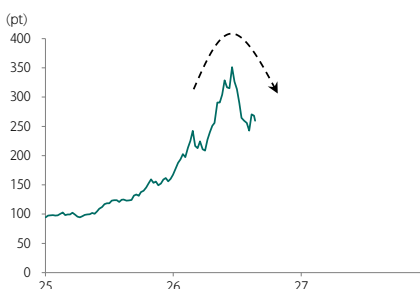


도표 18. 설비투자지수

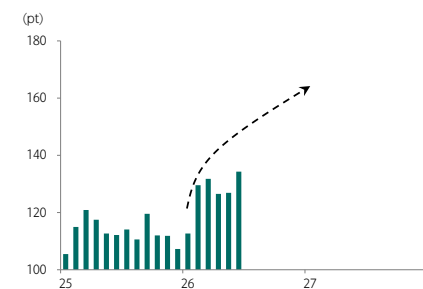
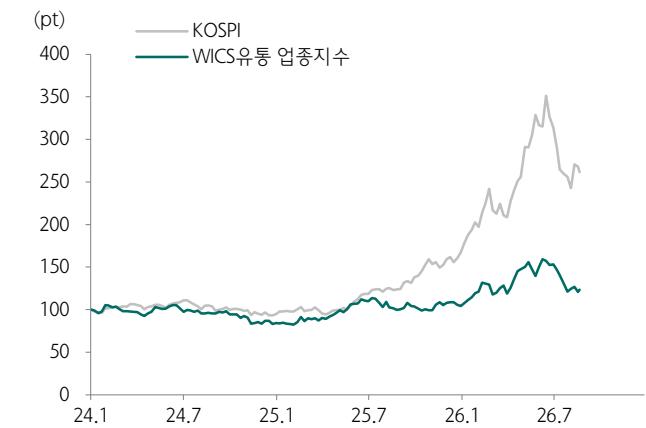
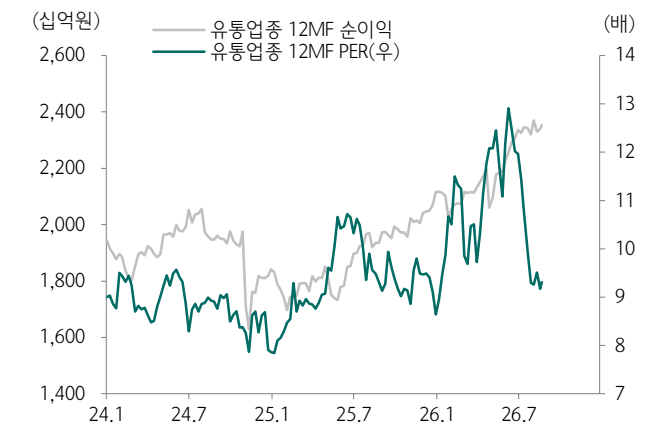


도표 19. 코스피 vs. 유통 업종 주가지수



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

도표 20. 유통 업종 12M FWD 순이익, PER 추이



자료: 에프앤가이드, QuantiWise, 하나증권

도표 21. 유통업체 판매동향

구 분	2025 년						2026 년						
	7월	8월	9월	10월	11월	12월	1월	2월	3월	4월	5월	6월	7월
전체 유통 업체 매출 증가율(%)	9.1	3.6	9.1	5.3	4.2	4.4	4.5	8.3	5.6	7.2	9.0	7.3	6.4
오프라인	2.5	-3.3	-1.4	6.3	2.6	1.7	-0.5	15.2	1.9	6.7	9.3	6.2	3.2
온라인	14.1	9.2	17.6	4.6	5.3	6.3	8.2	3.9	8.1	7.5	8.8	8.1	8.5
기준점 성장률(전년 동월비%)													
백화점	5.1	2.8	4.8	12.2	12.3	9.3	13.4	25.6	14.7	21.7	24.5	22.2	17.9
대형마트	-2.2	-15.1	-11.6	9.6	-8.3	-9.0	-18.5	19.8	-15.2	-6.6	-5.1	-10.5	-11.2
편의점(전점)	3.5	0.7	0.6	0.3	0.3	1.4	0.8	4.0	2.7	3.3	5.9	5.1	1.1
SSM	1.8	-5.9	-0.2	-1.7	0.8	-1.3	-4.4	-0.4	-8.6	-6.9	-8.0	-10.8	-2.9
백화점													
여성 캐주얼	2.7	0.9	2.4	13.9	2.2	13.9	17.0	25.1	12.8	21.1	25.7	9.8	13.6
명품(해외 유명 브랜드)	11.3	12.4	12.6	19.5	23.3	13.7	31.0	22.6	21.7	38.1	37.3	34.3	28.9
구매 단가 증감율	6.0	5.6	10.1	9.0	12.0	4.3	1.7	15.6	7.4	9.3	9.8	15.2	8.1
구매 건수 증감율	-0.8	-2.6	-4.8	3.0	0.3	4.8	11.5	8.7	6.8	11.4	13.4	6.0	9.1
대형마트													
식품	-0.8	-16.0	-8.9	11.4	-7.3	-8.9	-19.3	25.2	-18.2	-9.4	-8.1	-12.8	-12.8
구매 단가 증감율	-0.3	-7.3	-2.7	10.7	-0.7	-1.4	-8.7	17.5	-3.3	-0.1	2.4	1.0	8.4
구매 건수 증감율	-1.9	-8.4	-9.2	-0.9	-7.6	-7.8	-10.7	2.0	-12.3	-6.7	-7.4	-11.4	-18.0
편의점													
식품	5.0	1.7	-0.4	1.4	1.5	2.9	2.1	7.3	3.3	5.1	8.8	7.8	2.6
담배 등 기타	1.7	-0.7	1.8	-1.2	-1.3	-0.5	-0.8	0.1	1.9	0.9	2.2	1.5	-1.0
구매 단가 증감율	3.6	3.5	1.9	4.8	2.5	2.1	1.1	-3.4	1.8	1.7	3.1	2.0	1.6
구매 건수 증감율	0.0	-2.7	-1.3	-4.3	-2.1	-0.7	-0.2	0.6	0.9	1.6	2.8	3.1	-0.5
점포 증가율	-2.7	-2.6	-2.7	-3.4	-3.2	-2.9	-2.9	-2.9	-2.7	-2.4	-2.0	-1.4	-1.0
점포당 매출 증가율	6.4	3.3	3.4	3.8	3.6	4.4	3.9	7.1	5.5	5.8	8.1	6.6	2.1

도표 22. 주요 유통 업체별 3분기 실적 및 컨센서스 비교

(단위: 십억원)

기업명	항목	3Q25	3Q26F	%YoY	2025	2026F	%YoY	컨센서스	
								3Q26	2026
이마트 139480	매출액	7,400.8	7,659.8	4%	28,970.4	29,404.9	1%	7,587.9	29,077.3
	영업이익	151.5	191.5	26%	322.5	441.1	37%	180.8	418.5
	순이익	265.9	83.5	-69%	136.2	74.9	-45%	72.0	45.8
	OPM(%)	2.0%	2.5%		1.1%	1.5%		2.4%	1.4%
롯데쇼핑 023530	매출액	3,410.1	3,632.3	7%	13,738.4	14,281.7	4%	3,579.0	14,281.9
	영업이익	130.5	185.0	42%	547.0	823.2	50%	184.0	803.4
	순이익	-56.6	54.5	흑전	51.6	336.5	553%	75.7	376.9
	OPM(%)	3.8%	5.1%		4.0%	5.8%		5.1%	5.6%
신세계 004170	매출액	1,636.1	1,620.6	-1%	6,929.5	7,138.4	3%	1,709.6	7,306.8
	영업이익	99.8	168.7	69%	480.0	779.8	62%	181.0	787.1
	순이익	35.2	85.2	142%	13.9	414.5	2,873%	105.2	497.0
	OPM(%)	6.1%	10.4%		6.9%	10.9%		10.6%	10.8%
현대백화점 069960	매출액	1,010.3	1,137.0	13%	4,230.3	4,443.3	5%	1,087.7	4,296.9
	영업이익	72.7	90.0	24%	378.0	412.9	9%	96.2	417.6
	순이익	45.3	70.9	57%	207.7	281.8	36%	62.2	270.8
	OPM(%)	7.2%	7.9%		8.9%	9.3%		8.8%	9.7%
GS 리테일 007070	매출액	3,205.4	3,335.7	4%	11,957.4	12,503.0	5%	3,341.0	12,514.5
	영업이익	111.2	118.6	7%	292.1	358.2	23%	124.9	362.7
	순이익	94.5	77.1	-18%	43.4	205.6	373%	80.7	222.0
	OPM(%)	3.5%	3.6%		2.4%	2.9%		3.7%	2.9%
BGF 리테일 282330	매출액	2,462.2	2,569.3	4%	9,061.2	9,490.8	5%	2,572.1	9,522.7
	영업이익	97.6	101.3	4%	254.0	299.9	18%	111.0	307.9
	순이익	79.3	77.2	-3%	195.3	221.1	13%	87.3	233.8
	OPM(%)	4.0%	3.9%		2.8%	3.2%		4.3%	3.2%
호텔신라 008770	매출액	1,025.7	959.1	-6%	4,068.3	3,970.6	-2%	984.6	4,012.3
	영업이익	11.4	61.8	440%	13.5	200.6	1,385%	63.7	197.6
	순이익	-149.2	29.8	흑전	-172.9	100.8	흑전	40.4	112.8
	OPM(%)	1.1%	6.4%		0.3%	5.1%		6.5%	4.9%

주 1: 순이익은 지배주주순이익

자료: 각 사, 에프앤가이드, QuantiWise, 하나증권

도표 23. 적정주가 변동표

(단위: 원)

	현재주가	변경 전 목표주가	(% diff)	변경 후 목표주가	(% diff)	변경사유	목표주가 변동폭
BGF리테일	148,200	172,000	16%	180,000	21%	적정 밸류에이션 상향 조정	4.7%
롯데쇼핑	105,100	180,000	71%	140,000	33%	적정 밸류에이션 하향 조정	-22.2%
현대백화점	95,500	180,000	88%	140,000	47%		-22.2%
신세계	424,000	600,000	42%	550,000	30%		-8.3%
호텔신라	42,550	57,000	34%	50,000	18%		-12.3%

자료: 하나증권

도표 24. 유통 업종 커버리지 투자 지표

(단위: 십억원)

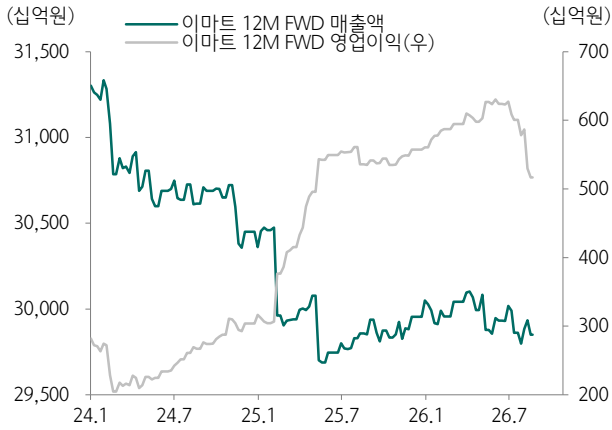
	종목코드	투자의견	목표주가	FY	매출액	영업이익	순이익	EPS	P/E	P/B	EV/EBITDA	ROE
이마트	139480	Neutral	82,000 원	2026F	29,404.9	441.1	74.9	2,713.9	26.8	0.2	8.2	0.7
				2027F	29,993.0	472.4	87.3	3,165.3	23.0	0.2	8.8	0.8
롯데쇼핑	023530	BUY	140,000 원	2026F	14,281.7	823.2	336.5	11,895.6	8.3	0.2	8.5	2.2
				2027F	14,852.8	948.6	416.7	14,731.0	6.7	0.2	7.9	2.7
현대백화점	004170	BUY	140,000 원	2026F	4,443.3	412.9	281.8	12,865.8	7.2	0.4	5.2	6.0
				2027F	4,835.3	514.8	362.1	16,789.3	5.5	0.4	4.0	7.3
신세계	069960	BUY	550,000 원	2026F	7,138.4	779.8	414.5	43,657.3	9.0	0.7	7.6	8.9
				2027F	7,701.9	909.1	506.3	53,606.9	7.4	0.7	6.5	10.0
GS 리테일	007070	BUY	35,000 원	2026F	12,503.0	358.2	205.6	2,459.3	10.8	0.6	4.9	6.1
				2027F	12,806.6	381.2	240.8	2,880.4	9.2	0.6	5.5	6.8
BGF 리테일	282330	BUY	180,000 원	2026F	9,490.8	299.9	221.1	12,793.0	11.4	1.7	4.4	15.9
				2027F	9,888.8	327.0	246.4	14,254.0	10.2	1.5	4.6	15.9
호텔신라	008770	BUY	50,000 원	2026F	3,970.6	200.6	100.8	2,520.1	16.6	1.3	8.2	8.7
				2027F	4,026.0	224.4	131.5	3,288.5	12.7	1.2	7.6	10.3

자료: 하나증권

부록

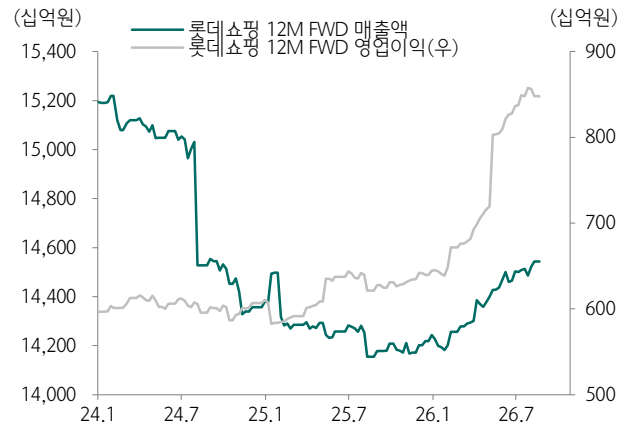
주요 유통 업체 12M FWD 컨센서스 추이

이마트



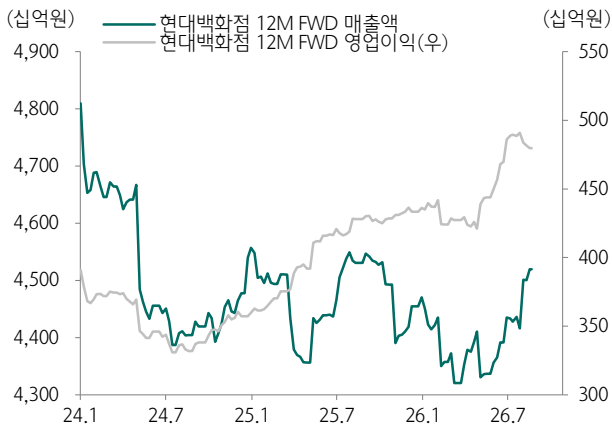
자료: QuantiWise, 하나증권

롯데쇼핑



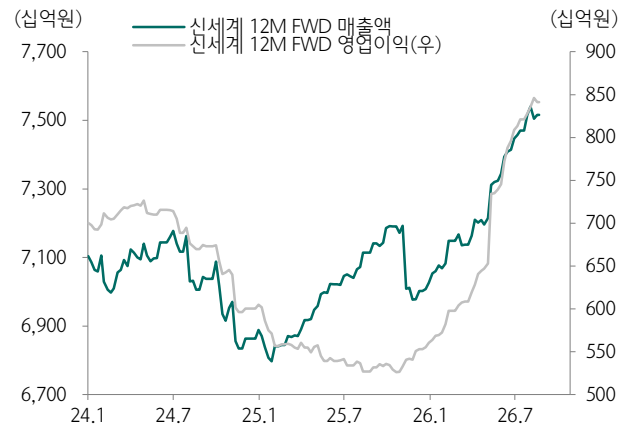
자료: QuantiWise, 하나증권

현대백화점



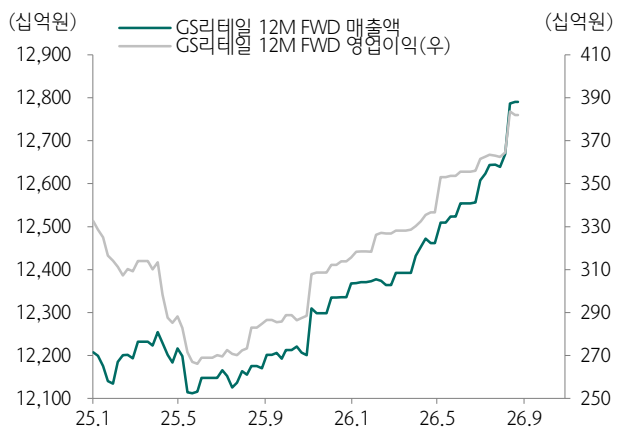
자료: QuantiWise, 하나증권

신세계



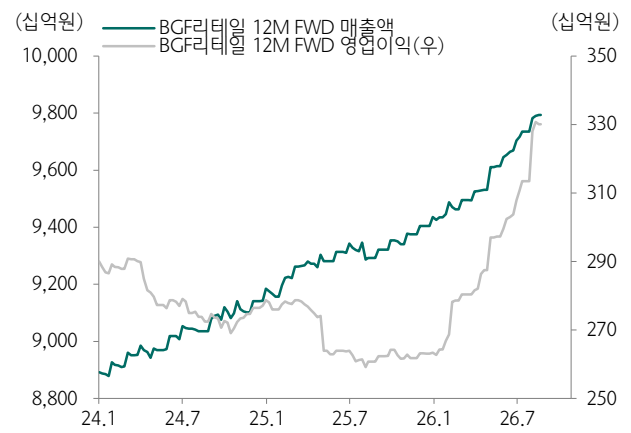
자료: QuantiWise, 하나증권

GS리테일



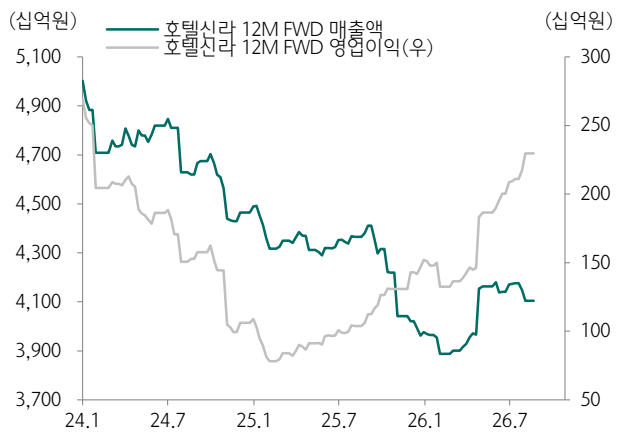
자료: QuantiWise, 하나증권

BGF리테일



자료: QuantiWise, 하나증권

호텔신라



자료: QuantiWise, 하나증권

기업분석

BGF리테일(282330)	24
롯데쇼핑(023530)	27

BUY (유지)

목표주가(12M) 180,000원(상향)
현재주가(8.26) 148,200원

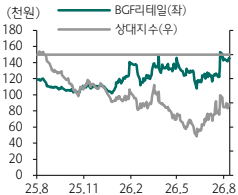
Key Data

KOSPI 지수 (pt)	6,742.74
52주 최고/최저(원)	153,100/102,000
시가총액(십억원)	2,511.4
시가총액비중(%)	0.05
발행주식수(천주)	17,283.9
60일 평균 거래량(천주)	86.3
60일 평균 거래대금(십억원)	11.0
외국인지분율(%)	39.67
주요주주 지분율(%)	
비제프 외 18인	46.47
국민연금공단	8.31

Consensus Data

	2026	2027
매출액(십억원)	9,522.7	9,928.9
영업이익(십억원)	307.9	341.2
순이익(십억원)	233.8	264.1
EPS(원)	13,523	15,277
BPS(원)	85,250	96,264

Stock Price



Financial Data

투자지표	2024	2025	2026F	2027F
매출액	8,698.8	9,061.2	9,490.8	9,888.8
영업이익	251.6	253.9	299.9	327.0
세전이익	245.3	247.2	287.2	320.0
순이익	195.2	195.3	221.1	246.4
EPS	11,295	11,297	12,793	14,254
증감율	(0.32)	0.02	13.24	11.42
PER	9.07	9.28	11.36	10.19
PBR	1.49	1.38	1.71	1.53
EV/EBITDA	3.19	3.03	3.77	3.86
ROE	17.29	15.64	15.93	15.88
BPS	68,611	76,070	84,765	94,921
DPS	4,100	4,100	4,100	4,100



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

2026년 08월 27일 | 기업분석

BGF리테일 (282330)

돈보이는 높은 실적 안정성

2분기 영업이익 849억원(YoY 22%) 호실적

2분기 연결 매출과 영업이익은 각각 전년 동기대비 6%, 22% 성장한 2조 4,268억원과 849억원으로 시장 기대치(OP 760억원)를 크게 넘어서는 호실적을 기록했다. 동일점 성장률은 1분기 YoY 2.7%에 이어 2분기 YoY 4.2%(객수 3%+객단가 1.2%)로 상승했다. i) 우호적인 기상 환경, ii) 고유가 피해지원금 효과, iii) 외국인 인바운드 증가 효과도 작지 않았다. 외국인 인바운드 매출 비중은 1분기 1.6%에서 2분기 2.2%(YoY 0.8%p)까지 상승했는데, 상대적으로 높은 현금 구매 비중을 감안하면 3%에 육박했을 것으로 추산한다. 외국인 매출(YoY 60%)은 성장률은 물론 수익성 측면에서도 긍정적인데, 대부분 고마진 식품군에 집중돼 있고, 가장 저마진 카테고리인 담배 매출 비중이 10% 초반에 불과하다. 영업이익률이 3.5%(YoY +0.5%p)로 상승했다. i) 고마진 일반상품 비중이 64.1%(YoY 1.2%p)까지 올랐고, ii) 감가상각비 등 고정비 부담 완화로 판관비율이 15.6%(YoY -0.1%p)로 낮아지면서, 매출 성장에 의한 영업레버리지 효과가 크게 발생했기 때문이다. 화물연대 파업 관련 일회성 비용(대체물류비 등)을 감안하면 더욱 그렇다(단, 점주지원비용은 영업외비용으로 반영).

상품 믹스 개선으로 점포수 한계 극복 중

편의점 점포수 증가가 한계에 다다른 상황, BGF리테일은 마이크로적인 경쟁력 제고를 통해 외형 성장과 수익성 개선을 동시에 달성하고 있다. 외국인 관광객과 거주 외국인을 위한 서비스(ex: 해외 식재료 운영)를 확대하고 있으며, 여성 고객 확대를 위한 뷰티 특화점 및 글로서리 특화 매장을 연내 각각 500개까지 늘릴 예정이다. 시니어 고객을 위한 건기식과 저당 상품 구색도 확장하고 있다. 이를 통해 매출총이익률 개선(2분기 YoY +0.4%p)을 지속한다는 전략이다. 해외 사업 확대는 추가적인 수익성 개선 요인이다(현재 855점, 2028년 5개국 1,000점 목표). 3분기 동일점 성장률은 7~8월 YoY 0% 수준으로 둔화된 상황이다. i) 전년도 7월말~8월 초 소비쿠폰 효과가 높은 베이스로 작용하고 있으며, ii) 8월 초에는 폭염으로 오히려 유동인구가 줄어든 영향도 있다. 다만, 8월 말로 갈 수록 성장률은 회복되고 있다. 외국인 인바운드 효과는 2분기보다 더 커지고 있으며, 9월로 추석이 앞당겨진 점은 3분기 성장률을 올려주는 요인이다.

목표주가 17.2 →18만원, 든든한 방어주

18만원은 12MF PER 13배를 적용한 수치다. 점포 출점 정체에 따른 편의점 성장을 저하는 밸류에이션 할인 요인이거나, i) 우호적인 영업환경(외국인 인바운드+경쟁 완화 등), ii) 상품 믹스 개선은 긍정적이다. 이에 따른 시장 점유율 상승, 안정적 외형 성장과 수익성 개선 전환은 밸류에이션 프리미엄 요인이 될 수 있다. 현재 주가는 12MF PER 10.8배로 주가 상승 여력이 아주 크지는 않지만, 유통 업체들 대체로 실적과 주가 불확실성이 큰 상황, 방어주로서 역할은 충분히 가능할 것으로 기대한다.

도표 1. BGF리테일 분기 실적 전망

(단위: 십억원)

	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	2025	1Q26	2Q26F	3Q26F	4Q26F	2026F
매출액	2,016	2,290	2,462	2,292	9,061	2,120	2,427	2,569	2,374	9,491
편의점	1,975	2,238	2,406	2,239	8,858	2,070	2,373	2,511	2,321	9,273
기타	41	52	56	54	203	51	54	59	54	217
영업이익	23	69	98	64	254	38	85	101	76	300
편의점	23	60	84	55	222	34	81	95	68	278
기타	-1	9	14	9	32	4	4	6	8	22
세전이익	17	67	99	64	247	38	75	100	74	287
순이익	13	53	79	50	195	29	57	77	58	221
영업이익률(%)	1.1	3.0	4.0	2.8	2.8	1.8	3.5	3.9	3.2	3.2
매출(YoY, %)	3.2	4.0	5.9	3.4	4.2	5.2	6.0	4.3	3.6	4.7
영업이익(YoY, %)	(30.7)	(8.9)	7.1	24.4	0.9	68.4	22.3	3.7	17.7	18.1
순이익(YoY, %)	(42.9)	(9.7)	13.5	14.5	0.0	119.2	7.6	(2.7)	16.2	13.2

자료: BGF리테일, 하나증권

도표 2. BGF리테일 연간 실적 전망과 밸류에이션

(단위: 십억원)

	2023	2024	2025	2026F	2027F	2028F
매출액	8,195	8,699	9,061	9,491	9,889	10,279
편의점	8,132	8,592	8,858	9,273	9,662	10,046
기타	63	107	203	217	226	233
영업이익	253	252	254	300	327	356
편의점	241	230	222	278	304	332
기타	12	21	32	22	23	23
세전이익	248	245	247	287	320	349
당기순이익	196	195	195	221	246	269
적정시가총액	2,546	2,538	2,538	2,874	3,203	3,494
주식수(천주)	17,275	17,275	17,275	17,275	17,275	17,275
적정주가(원)	147,380	146,908	146,942	166,395	185,398	202,234
적정PER(배)	13.0	13.0	13.0	13.0	13.0	13.0
EPS(원)	11,337	11,301	11,303	12,800	14,261	15,556
영업이익률(%)	3.1	2.9	2.8	3.2	3.3	3.5
매출(YoY%)	7.6	6.2	4.2	4.7	4.2	3.9
영업이익(YoY%)	0.3	(0.6)	0.9	18.1	9.0	8.7
순이익(YoY%)	1.2	(0.3)	0.0	13.2	11.4	9.1

자료: BGF리테일, 하나증권

추정 재무제표

손익계산서	(단위:십억원)				
	2024	2025	2026F	2027F	2028F
매출액	8,698.8	9,061.2	9,490.8	9,888.8	10,278.7
매출원가	7,073.0	7,374.2	7,706.1	8,025.6	8,338.1
매출총이익	1,625.8	1,687.0	1,784.7	1,863.2	1,940.6
판매비	1,374.1	1,433.1	1,484.8	1,536.3	1,585.0
영업이익	251.6	253.9	299.9	327.0	355.6
금융손익	(11.1)	(12.5)	(11.0)	(10.5)	(10.0)
종속/관계기업손익	(0.9)	0.9	0.9	0.9	0.9
기타영업외손익	5.7	4.8	(2.7)	2.5	2.5
세전이익	245.3	247.2	287.2	320.0	349.0
법인세	50.1	51.9	66.0	73.6	80.3
계속사업이익	195.2	195.3	221.1	246.4	268.7
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	195.2	195.3	221.1	246.4	268.7
비지배주주지분 손이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
지배주주순이익	195.2	195.3	221.1	246.4	268.7
지배주주지분포괄이익	180.5	199.7	221.1	246.4	268.7
NOPAT	200.2	200.6	231.0	251.8	273.8
EBITDA	767.1	788.9	600.7	496.8	452.0
성장성(%)					
매출액증가율	6.15	4.17	4.74	4.19	3.94
NOPAT증가율	0.25	0.20	15.15	9.00	8.74
EBITDA증가율	4.98	2.84	(23.86)	(17.30)	(9.02)
영업이익증가율	(0.63)	0.91	18.12	9.04	8.75
(지배주주)순이익증가율	(0.31)	0.05	13.21	11.44	9.05
EPS증가율	(0.32)	0.02	13.24	11.42	9.08
수익성(%)					
매출총이익률	18.69	18.62	18.80	18.84	18.88
EBITDA이익률	8.82	8.71	6.33	5.02	4.40
영업이익률	2.89	2.80	3.16	3.31	3.46
계속사업이익률	2.24	2.16	2.33	2.49	2.61

투자지표	2024	2025	2026F	2027F	2028F
주당지표(원)					
EPS	11,295	11,297	12,793	14,254	15,548
BPS	68,611	76,070	84,765	94,921	106,372
CFPS	45,601	47,024	34,375	27,641	24,228
EBITDAPS	44,384	45,643	34,753	28,743	26,152
SPS	503,287	524,257	549,112	572,142	594,696
DPS	4,100	4,100	4,100	4,100	4,100
주기지표(배)					
PER	9.07	9.28	11.36	10.19	9.35
PBR	1.49	1.38	1.71	1.53	1.37
PCR	2.25	2.23	4.23	5.26	6.00
EV/EBITDA	3.19	3.03	3.77	3.86	3.57
PSR	0.20	0.20	0.26	0.25	0.24
재무비율(%)					
ROE	17.29	15.64	15.93	15.88	15.46
ROA	5.90	5.61	6.04	6.34	6.50
ROIC	10.15	9.83	12.13	15.06	17.77
부채비율	187.35	170.83	157.69	144.44	132.05
순부채비율	57.08	43.86	8.11	(14.19)	(28.99)
이자보상배율(배)	4.94	5.57	6.57	7.07	7.59

자료: 하나증권

대차대조표	(단위:십억원)				
	2024	2025	2026F	2027F	2028F
유동자산	1,051.8	1,180.4	1,680.6	2,071.6	2,410.6
금융자산	557.8	641.5	1,116.2	1,483.5	1,799.3
현금성자산	324.8	414.0	878.0	1,235.3	1,541.4
매출채권	168.3	191.6	200.7	209.1	217.3
재고자산	212.3	215.6	225.9	235.3	244.6
기타유동자산	113.4	131.7	137.8	143.7	149.4
비유동자산	2,350.8	2,375.8	2,090.2	1,934.4	1,851.7
투자자산	351.1	349.2	364.3	378.3	392.1
금융자산	332.8	330.2	344.5	357.7	370.6
유형자산	833.7	886.7	594.6	431.8	341.2
무형자산	78.6	74.3	65.7	58.6	52.8
기타비유동자산	1,087.4	1,065.6	1,065.6	1,065.7	1,065.6
자산총계	3,402.6	3,556.2	3,770.8	4,006.0	4,262.3
유동부채	1,296.2	1,328.3	1,389.6	1,446.3	1,501.9
금융부채	352.8	368.0	385.4	401.6	417.4
매입채무	609.1	621.1	650.5	677.8	704.5
기타유동부채	334.3	339.2	353.7	366.9	380.0
비유동부채	922.3	914.8	917.9	920.8	923.6
금융부채	880.9	849.4	849.4	849.4	849.4
기타비유동부채	41.4	65.4	68.5	71.4	74.2
부채총계	2,218.5	2,243.1	2,307.5	2,367.1	2,425.6
지배주주지분	1,184.1	1,313.1	1,463.3	1,638.9	1,836.8
자본금	17.3	17.3	17.3	17.3	17.3
자본잉여금	321.6	321.6	321.6	321.6	321.6
자본조정	22.4	22.4	22.4	22.4	22.4
기타포괄이익누계액	(8.2)	(7.1)	(7.1)	(7.1)	(7.1)
이익잉여금	831.0	958.8	1,109.1	1,284.6	1,482.6
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	1,184.1	1,313.1	1,463.3	1,638.9	1,836.8
순금융부채	675.9	575.9	118.6	(232.5)	(532.5)

현금흐름표	(단위:십억원)				
	2024	2025	2026F	2027F	2028F
영업활동 현금흐름	768.8	770.8	522.9	417.1	366.1
당기순이익	195.2	195.3	221.1	246.4	268.7
조정	545.2	573.4	300.8	169.8	96.5
감가상각비	515.5	534.9	300.7	169.8	96.4
외환거래손익	(0.8)	0.5	0.0	0.0	0.0
지분법손익	0.9	(0.9)	0.0	0.0	0.0
기타	29.6	38.9	0.1	0.0	0.1
영업활동 자산부채변동	28.4	2.1	1.0	0.9	0.9
투자활동 현금흐름	(346.0)	(271.6)	(25.9)	(24.0)	(23.5)
투자자산감소(증가)	(12.5)	2.8	(15.1)	(14.0)	(13.7)
자본증가(감소)	(219.0)	(241.4)	0.0	0.0	0.0
기타	(114.5)	(33.0)	(10.8)	(10.0)	(9.8)
재무활동 현금흐름	(91.3)	(87.1)	(53.4)	(54.7)	(55.0)
금융부채증가(감소)	(20.5)	(16.3)	17.4	16.2	15.8
자본증가(감소)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	0.0	0.0	0.0	(0.1)	0.0
배당지급	(70.8)	(70.8)	(70.8)	(70.8)	(70.8)
현금의 증감	331.4	412.0	(566.4)	357.3	306.1
Unlevered CFO	788.2	812.8	594.1	477.8	418.8
Free Cash Flow	549.7	529.4	522.9	417.1	366.1

2026년 08월 27일 | 기업분석

BUY (유지)

목표주가(12M) 140,000원(하향)
현재주가(8.26) 105,100원

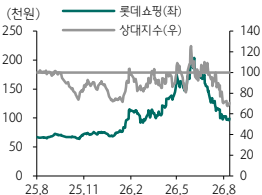
Key Data

KOSPI 지수 (pt)	6,742.74
52주 최고/최저(원)	203,500/64,100
시가총액(십억원)	2,797.8
시가총액비중(%)	0.05
발행주식수(천주)	28,288.8
60일 평균 거래량(천주)	179.9
60일 평균 거래대금(십억원)	26.4
외국인지분율(%)	15.61
주요주주 지분율(%)	
롯데지주 외 24인	60.13
국민연금공단	12.88

Consensus Data

	2026	2027
매출액(십억원)	14,281.9	14,673.3
영업이익(십억원)	803.4	870.5
순이익(십억원)	376.9	454.1
EPS(원)	12,178	15,114
BPS(원)	546,863	559,018

Stock Price



Financial Data

투자지표	2024	2025	2026F	2027F
매출액	13,986.6	13,738.4	14,281.7	14,852.8
영업이익	473.1	547.0	823.2	948.6
세전이익	(1,021.2)	83.4	501.1	659.4
순이익	(968.0)	51.6	336.5	416.7
EPS	(34,219)	1,822	11,896	14,731
증감율	적전	흑전	552.91	23.83
PER	(1.58)	39.79	8.31	6.71
PBR	0.10	0.14	0.18	0.18
EV/EBITDA	9.39	9.44	9.58	8.95
ROE	(7.74)	0.34	2.20	2.68
BPS	548,195	536,921	544,819	555,553
DPS	3,800	4,000	4,000	4,000



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

롯데쇼핑 (023530)

2027년 대장주를 기대하며

2분기 영업이익 899억원(YoY 121%) 기록

2분기 연결 매출과 영업이익은 각각 3조 4,850억원(YoY 4%), 영업이익 899억원(YoY 121%, OPM 2.6%)으로 시장 기대치(OP 1,133억원)에 못미쳤지만, 컬처웍스 일회성 비용 228억원 제외시 기대치 부합하는 양호한 실적이었다. 백화점(YoY 9%, 영업이익 1,197억원) 부문 영업이익이 YoY 84%나 증가하면 실적 개선을 견인했다. 기존점 성장률 YoY 15%, 외국인 매출 비중 7%(1Q 5.2%)까지 상승한 것으로 보인다. 해외 백화점(OP 74억원, YoY 310%)과 홈쇼핑(OP 199억원, YoY 63%) 실적도 좋았다. 할인점과 하이마트, 수퍼 등 기타 채널 실적은 대체로 부진했는데, 특히 마트/수퍼는 희망퇴직 관련 일회성 비용(82억원)이 있었다.

3분기 대형마트 큰 회복 기대

3분기 백화점은 둔화세다. 7월 기존점 성장률은 YoY 11%, 8월은 9~10% 수준으로 내려올 것으로 보인다. i) 전년도 베이스가 높다. 2025년 2분기까지 YoY 1% 내외로 부진하던 백화점 기존점 성장률이 3분기 들어 YoY 3% 올랐을 바 있다. ii) 특히, 8월은 가전과 명품이 많이 둔화되었다. 가전은 7월 삼성 온누리페이백 이벤트 영향이 컸다. 명품은 7월 가격 인상이 많이 있었다. 7월 명품이 YoY 20% 성장했으나 8월 들어 YoY 15%에도 미치지 못하고 있다. 반면, 대형마트 기존점 성장률은 7월 YoY 17%, 8월은 YoY 20%를 넘어서고 있다. i) 전년도 소비쿠폰 영향(7월말~8월초) 베이스가 낮고, ii) 홈플러스 영업중단 효과가 크게 작용하고 있다.

목표주가 18->14만원, 적정 밸류에이션 하향 조정

14만원은 12MF PER 10배 수준으로, 시장 밸류에이션 하락에 따라 백화점 부문 적정 PER을 10배로 조정한 영향이다. 중장기 실적 전망은 변함 없이 긍정적이다. 지난 15년 동안의 실적 부진을 극복하고 전사적인 실적 턴어라운드 국면에 있다. 백화점 부진 점포 스크랩과 대형마트 통합 소싱, 홈쇼핑 송출수수료 정제 등이 복합적으로 작용한 결과다. 주식자산/외국인 인바운드/가계소득 효과로 실적과 주가가 한단계 레벨업하고 있다. 특히, 2027년 가계소득 효과는 유통 채널 전반을 품고 있는 롯데쇼핑 수혜가 가장 클 것으로 예상된다. 현재 주가는 12MF PER 8.8배로 주가 측면에서 큰 산을 넘었으니 이제 2027년 소비 모멘텀을 기다리면서 조금씩 비중을 늘릴 때다.

도표 1. 롯데쇼핑 분기 실적 전망

(단위: 십억원)

	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	2025	1Q26	2Q26P	3Q26F	4Q26F	2026F
매출	3,457	3,350	3,410	3,522	13,738	3,582	3,485	3,632	3,583	14,282
백화점	806	816	765	953	3,339	872	891	824	1,011	3,599
국내	775	786	734	917	3,213	837	856	789	972	3,454
해외	31	30	31	36	127	36	36	35	40	146
할인점	1,487	1,295	1,334	1,355	5,471	1,526	1,330	1,465	1,364	5,684
국내	1,018	946	990	971	3,925	1,041	979	1,138	1,011	4,169
해외	469	350	344	383	1,546	485	351	327	353	1,515
하이마트	529	594	652	524	2,300	497	591	646	520	2,254
슈퍼	305	309	314	299	1,226	306	313	316	297	1,232
홈쇼핑	228	231	211	232	902	232	239	216	234	920
이커머스	28	27	23	32	109	27	26	23	32	108
컬처웍스	86	92	128	128	434	125	106	153	142	526
영업이익	148	41	131	228	547	253	90	185	295	823
백화점	130	65	83	226	504	191	120	119	258	688
국내	128	63	80	220	491	184	112	113	251	660
해외	2	2	4	6	13	8	7	6	6	28
할인점	28	-39	12	-8	-7	34	-38	30	13	39
국내	7	-48	2	-18	-57	9	-42	25	8	0
해외	21	9	9	10	50	25	4	5	5	39
하이마트	-11	10	19	-9	10	-15	1	6	-11	-18
슈퍼	3	3	5	-3	8	2	-2	3	0	4
홈쇼핑	12	12	10	10	45	26	20	15	21	83
이커머스	-9	-8	-10	-3	-29	-6	-7	-7	0	-20
컬처웍스	-10	-6	8	-2	-11	8	-14	11	8	13
세전이익	45	-24	-15	78	83	180	19	82	219	501
당기순이익	18	-10	-49	115	74	144	15	64	173	396
지배주주순이익	16	-20	-57	112	52	128	-3	58	153	337
매출(YoY, %)	-1.6	-2.3	-4.4	1.3	-1.8	3.6	4.0	6.5	1.7	4.0
백화점	-1.1	-2.4	1.3	4.4	0.6	8.2	9.2	7.8	6.2	7.8
국내	-1.4	-2.7	0.7	4.2	0.3	7.9	8.8	7.5	6.0	7.5
해외	6.2	5.0	17.3	9.8	9.4	14.5	20.7	15.0	10.7	15.0
할인점	0.3	-1.8	-7.5	1.7	-1.9	2.6	2.6	9.8	0.6	3.9
국내	-3.4	-2.2	-9.6	0.9	-3.8	2.2	3.5	15.0	4.1	6.2
해외	9.5	-0.6	-0.9	3.6	3.3	3.4	0.2	-5.0	-8.0	-2.0
영업이익(YoY, %)	29.0	-27.5	-15.8	54.7	15.6	70.6	121.2	41.7	29.7	50.5
순이익(YoY, %)	-79.2	-77.6	-354.6	-111.5	-105.3	691.8	적지	흑전	36.6	552.7
영업이익률(YoY, %)	4.3	1.2	3.8	6.5	4.0	7.1	2.6	5.1	8.2	5.8
백화점	16.1	8.0	10.9	23.7	15.1	21.9	13.4	14.5	25.5	19.1
국내	16.5	8.0	10.8	24.0	15.3	21.9	13.1	14.3	25.9	19.1
해외	6.8	6.1	11.8	15.7	10.3	21.4	20.8	18.0	16.1	19.0
할인점	1.9	-3.0	0.9	-0.6	-0.1	2.2	-2.9	2.1	1.0	0.7
국내	0.7	-5.1	0.2	-1.8	-1.4	0.8	-4.3	2.2	0.8	0.0
해외	4.6	2.6	2.7	2.6	3.2	5.2	1.2	1.5	1.3	2.6

자료: 롯데쇼핑, 하나증권

도표 2. 롯데쇼핑 밸류에이션

(단위: 십억원)

사업부문	항목	2026F	2027F	비고
백화점	적정시가총액	1,961	2,568	영업이익+금융손익-법인세 PER 10배 적용
	수정순익	196	257	
	적정PER	10.0	10.0	
할인점	적정시가총액	1,270	1,270	실적 턴어라운드 국면 감안 PBR 적용
	장부가격	4,233	4,233	
	적정PER	0.3	0.3	
하이마트	지분가치	29	29	지분율 65%, 적정시가총액의 70% 할인 2026.8.25 기준
	시가총액	151	151	
홈쇼핑	적정시가총액	140	142	적정 시가총액의 20% 할인 지분율 53.5% 홈쇼핑 적정 PER 10배 적용
	수정순익	33	34	
	적정PER	10	10	
컬처웍스	적정시가총액	85	93	지분율 86%
	수정순익	10	11	
	적정PER	10.0	10.0	
기타 자사	적정시가총액	377	377	사업불확실성 감안 PBR 0.3배 적용
	장부가	1,257	1,257	
	적정 PBR	0.3	0.3	
적정시가총액		3,861	4,480	
주식수		28,289	28,289	
적정주가(원) I		136,496	158,366	
적정주가(원) II		136,642		시간 가중 평균

자료: 롯데쇼핑, 하나증권

도표 3. 롯데쇼핑 연간 실적 전망과 밸류에이션

(단위: 십억원)

		2023	2024	2025	2026F	2027F	2028F
매출		14,556	13,987	13,738	14,282	14,853	15,388
백화점		3,336	3,319	3,339	3,599	3,859	4,120
	국내	3,256	3,204	3,213	3,454	3,695	3,936
	해외	80	116	127	146	163	184
할인점		5,735	5,576	5,471	5,684	5,906	6,095
	국내	4,282	4,080	3,925	4,169	4,375	4,549
	해외	1,453	1,497	1,546	1,515	1,530	1,546
하이마트		2,610	2,357	2,300	2,254	2,265	2,277
슈퍼		1,306	1,296	1,226	1,232	1,238	1,244
홈쇼핑		942	925	902	920	939	958
이커머스		135	120	109	108	108	107
컬처웍스		562	452	434	526	578	624
영업이익		508	473	547	823	949	1,054
백화점		487	400	504	688	747	810
	국내	507	406	491	660	713	767
	해외	-21	-6	13	28	34	42
할인점		87	65	-7	39	88	117
	국내	47	17	-57	0	44	68
	해외	40	48	50	39	44	49
하이마트		8	2	10	-18	-16	-16
슈퍼		26	29	8	4	6	9
홈쇼핑		8	50	45	83	84	86
이커머스		-86	-69	-29	-20	-14	-10
컬처웍스		-8	0	-11	13	14	16
세전이익		184	-1,021	83	501	659	792
당기순익		169	-994	74	396	521	626
지배주주순이익		174	-968	52	337	417	500
적정시가총액		Na	Na	516	3,365	4,167	5,005
주식수(천주)		28,289	28,289	28,289	28,289	28,289	28,289
적정주가(원)		Na	Na	18,225	118,956	147,310	176,918
적정 PER(배)		Na	Na	10	10	10	10
EPS(원)		6,165	-34,219	1,822	11,896	14,731	17,692
매출 (YoY %)		-5.9	-3.9	-1.8	4.0	4.0	3.6
백화점		3.4	-0.5	0.6	7.8	7.2	6.8
	국내	2.7	-1.6	0.3	7.5	7.0	6.5
	해외	38.6	44.0	9.4	15.0	12.0	13.0
할인점		-2.9	-2.8	-1.9	3.9	3.9	3.2
	국내	-5.2	-4.7	-3.8	6.2	5.0	4.0
	해외	4.6	3.0	3.3	-2.0	1.0	1.1
영업이익 (YoY %)		31.6	-6.9	15.6	50.5	15.2	11.1
순이익 (YoY %)		흑전	적전	흑전	552.7	23.8	20.1
영업이익률(%)		3.5	3.4	4.0	5.8	6.4	6.8
백화점		14.6	12.0	15.1	19.1	19.4	19.6
	국내	15.6	12.7	15.3	19.1	19.3	19.5
	해외	-25.7	-5.4	10.3	19.0	20.9	23.0
할인점		1.5	1.2	-0.1	0.7	1.5	1.9
	국내	1.1	0.4	-1.4	0.0	1.0	1.5
	해외	2.8	3.2	3.2	2.6	2.9	3.2

자료: 롯데쇼핑, 하나증권

추정 재무제표

손익계산서

(단위:십억원)

	2024	2025	2026F	2027F	2028F
매출액	13,986.6	13,738.4	14,281.7	14,852.8	15,387.9
매출원가	7,251.4	7,075.2	7,147.2	7,395.9	7,623.7
매출총이익	6,735.2	6,663.2	7,134.5	7,456.9	7,764.2
판매비	6,262.1	6,116.2	6,311.4	6,508.3	6,710.4
영업이익	473.1	547.0	823.2	948.6	1,053.8
금융손익	(548.8)	(448.6)	(426.2)	(404.9)	(384.6)
종속/관계기업손익	142.6	164.3	208.7	214.9	217.1
기타영업외손익	(1,088.2)	(179.3)	(104.5)	(99.3)	(94.3)
세전이익	(1,021.2)	83.4	501.1	659.4	791.9
법인세	(27.2)	9.9	105.2	138.5	166.3
계속사업이익	(994.1)	73.6	395.9	520.9	625.6
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	(994.1)	73.6	395.9	520.9	625.6
비배주주지분 순이익	(26.1)	22.0	59.4	104.2	125.1
지배주주순이익	(968.0)	51.6	336.5	416.7	500.5
지배주주지분포괄이익	6,188.9	(10.2)	284.7	374.5	449.8
NOPAT	460.5	482.2	650.3	749.4	832.5
EBITDA	1,589.3	1,603.1	1,793.5	1,846.7	1,890.8
성장성(%)					
매출액증가율	(3.91)	(1.77)	3.95	4.00	3.60
NOPAT증가율	(1.52)	4.71	34.86	15.24	11.09
EBITDA증가율	(5.52)	0.87	11.88	2.97	2.39
영업이익증가율	(6.94)	15.62	50.49	15.23	11.09
(지배주주)순이익증가율	적전	흑전	552.13	23.83	20.11
EPS증가율	적전	흑전	552.91	23.83	20.10
수익성(%)					
매출총이익률	48.15	48.50	49.96	50.21	50.46
EBITDA이익률	11.36	11.67	12.56	12.43	12.29
영업이익률	3.38	3.98	5.76	6.39	6.85
계속사업이익률	(7.11)	0.54	2.77	3.51	4.07

투자지표

	2024	2025	2026F	2027F	2028F
주당지표(원)					
EPS	(34,219)	1,822	11,896	14,731	17,692
BPS	548,195	536,921	544,819	555,553	569,247
CFPS	60,578	59,905	63,776	65,828	67,292
EBITDAPS	56,180	56,668	63,401	65,280	66,838
SPS	494,422	485,647	504,855	525,044	543,959
DPS	3,800	4,000	4,000	4,000	4,000
주기지표(배)					
PER	(1.58)	39.79	8.31	6.71	5.59
PBR	0.10	0.14	0.18	0.18	0.17
PCFR	0.89	1.21	1.55	1.50	1.47
EV/EBITDA	9.39	9.44	9.58	8.95	8.39
PSR	0.11	0.15	0.20	0.19	0.18
재무비율(%)					
ROE	(7.74)	0.34	2.20	2.68	3.15
ROA	(2.78)	0.13	0.89	1.09	1.30
ROIC	2.10	1.85	2.54	2.97	3.33
부채비율	128.98	124.77	122.23	119.25	115.82
순부채비율	69.60	67.63	62.97	57.68	52.09
이자보상배율(배)	0.76	0.94	1.49	1.77	2.02

자료: 하나증권

대차대조표

(단위:십억원)

	2024	2025	2026F	2027F	2028F
유동자산	5,516.9	5,195.0	5,494.4	5,902.8	6,382.2
금융자산	2,969.4	2,447.0	2,660.5	2,978.5	3,373.4
현금성자산	1,554.8	571.5	711.1	951.5	1,273.6
매출채권	572.4	440.8	458.3	476.6	493.8
재고자산	1,540.5	1,458.1	1,515.8	1,576.4	1,633.2
기타유동자산	434.6	849.1	859.8	871.3	881.8
비유동자산	33,486.1	32,715.3	32,497.2	32,356.6	32,270.3
투자자산	3,128.8	3,068.4	3,170.7	3,278.2	3,379.0
금융자산	1,684.0	1,594.4	1,638.3	1,684.6	1,727.9
유형자산	24,306.4	24,063.5	23,804.4	23,605.7	23,458.6
무형자산	751.6	788.3	726.9	677.5	637.7
기타비유동자산	5,299.3	4,795.1	4,795.2	4,795.2	4,795.0
자산총계	39,003.0	37,910.3	37,991.6	38,259.4	38,652.5
유동부채	9,836.0	9,989.9	9,740.7	9,547.7	9,382.1
금융부채	5,212.9	5,352.5	4,924.6	4,543.9	4,202.4
매입채무	601.8	596.2	619.8	644.5	667.8
기타유동부채	4,021.3	4,041.2	4,196.3	4,359.3	4,511.9
비유동부채	12,133.4	11,054.2	11,155.2	11,261.3	11,360.8
금융부채	9,612.0	8,500.3	8,500.3	8,500.3	8,500.3
기타비유동부채	2,521.4	2,553.9	2,654.9	2,761.0	2,860.5
부채총계	21,969.4	21,044.1	20,895.8	20,809.1	20,742.9
지배주주지분	15,503.9	15,185.0	15,408.5	15,712.1	16,099.5
자본금	141.4	141.4	141.4	141.4	141.4
자본잉여금	3,574.3	3,574.3	3,574.3	3,574.3	3,574.3
자본조정	(2,899.7)	(3,067.1)	(3,067.1)	(3,067.1)	(3,067.1)
기타포괄이익누계액	7,190.3	7,095.9	7,095.9	7,095.9	7,095.9
이익잉여금	7,497.7	7,440.5	7,663.9	7,967.6	8,355.0
비지배주주지분	1,529.7	1,681.2	1,687.3	1,738.2	1,810.1
자본총계	17,033.6	16,866.2	17,095.8	17,450.3	17,909.6
순금융부채	11,855.5	11,405.8	10,764.4	10,065.7	9,329.4

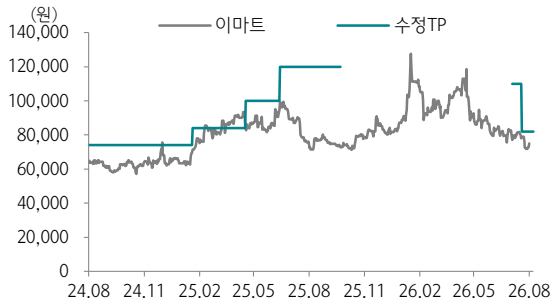
현금흐름표

(단위:십억원)

	2024	2025	2026F	2027F	2028F
영업활동 현금흐름	1,587.9	1,723.8	1,886.4	1,920.8	1,922.0
당기순이익	(994.1)	73.6	395.9	520.9	625.6
조정	2,696.8	1,604.1	1,302.9	1,202.8	1,111.7
감가상각비	1,116.1	1,056.0	970.4	898.1	837.0
외환거래손익	176.2	(12.8)	0.0	0.0	0.0
지분법손익	(97.0)	(131.8)	0.0	0.0	0.0
기타	1,501.5	692.7	332.5	304.7	274.7
영업활동 자산부채변동	(114.8)	46.1	187.6	197.1	184.7
투자활동 현금흐름	(1,067.6)	(870.9)	(658.4)	(656.0)	(628.9)
투자자산감소(증가)	1,618.1	1,738.5	(155.5)	(160.8)	(154.0)
자본증가(감소)	(906.0)	(651.8)	(650.0)	(650.0)	(650.0)
기타	(1,779.7)	(1,957.6)	147.1	154.8	175.1
재무활동 현금흐름	(322.6)	(1,846.8)	(1,094.6)	(1,031.0)	(977.1)
금융부채증가(감소)	464.9	(956.1)	(427.9)	(380.7)	(341.5)
자본증가(감소)	(0.1)	0.0	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	(680.0)	(749.3)	(553.6)	(537.2)	(522.5)
배당지급	(107.4)	(141.4)	(113.1)	(113.1)	(113.1)
현금의 증감	197.8	(994.0)	(182.1)	240.4	322.1
Unlevered CFO	1,713.7	1,694.6	1,804.1	1,862.2	1,903.6
Free Cash Flow	681.9	1,072.0	1,236.4	1,270.8	1,272.0

투자이건 변동 내역 및 목표주가 괴리율

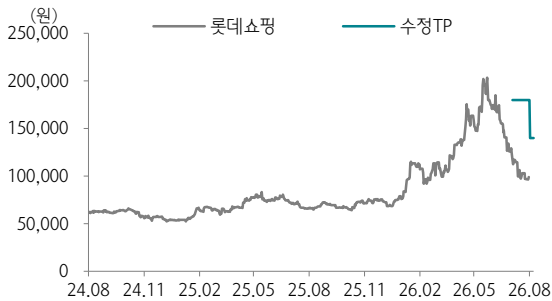
이마트



날짜	투자이건	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
26.8.14	Neutral	82,000		
26.7.29	BUY	110,000	-27.36%	-25.64%
26.6.24	Not Rated	-	-	-
26.6.23	담당자 변경			
25.7.9	BUY	120,000	-26.68%	6.33%
25.5.13	BUY	100,000	-13.10%	-4.90%
25.2.14	BUY	84,000	-0.87%	11.31%
24.8.14	BUY	74,000	-14.29%	2.03%

투자이건 변동 내역 및 목표주가 괴리율

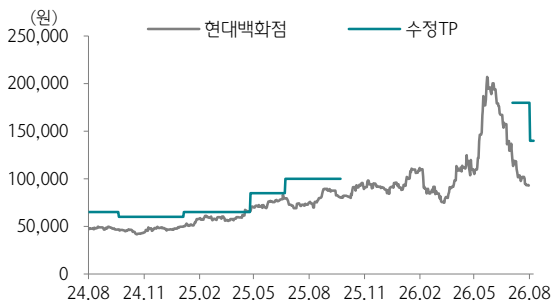
롯데쇼핑



날짜	투자이건	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
26.8.27	BUY	140,000		
26.7.29	BUY	180,000	-41.87%	-34.83%
26.6.4	Not Rated	-	-	-
26.6.2	담당자 변경			
24.12.11	1년 경과		-	-
23.12.11	Not Rated	-	-	-

투자이건 변동 내역 및 목표주가 괴리율

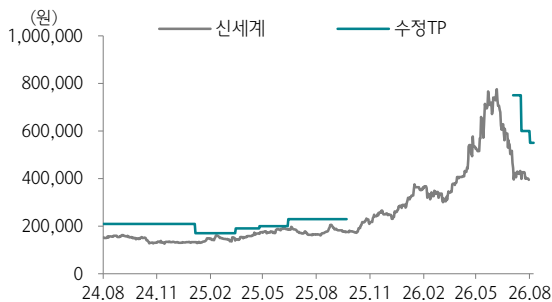
현대백화점



날짜	투자이건	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
26.8.27	BUY	140,000		
26.7.29	BUY	180,000	-42.62%	-34.00%
26.6.16	Not Rated	-	-	-
26.6.15	담당자 변경			
25.7.18	BUY	100,000	-8.12%	87.10%
25.5.21	BUY	85,000	-12.48%	-2.00%
25.1.31	BUY	65,000	-10.78%	4.00%
24.10.15	BUY	60,000	-22.94%	-17.08%
24.7.11	BUY	65,000	-27.13%	-23.46%

투자이건 변동 내역 및 목표주가 괴리율

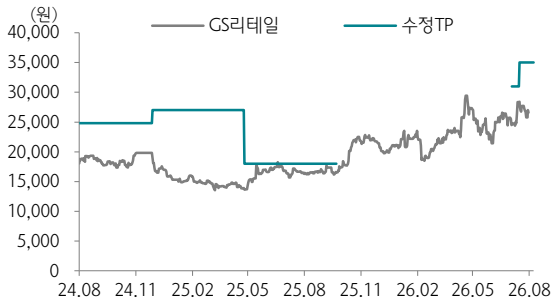
신세계



날짜	투자이건	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
26.8.27	BUY	550,000		
26.8.12	BUY	600,000	-31.83%	-28.83%
26.7.29	BUY	750,000	-43.88%	-42.40%
26.6.12	Not Rated	-	-	-
26.6.11	담당자 변경			
25.7.9	BUY	230,000	22.10%	197.83%
25.5.21	BUY	200,000	-9.75%	-3.55%
25.4.10	BUY	190,000	-17.39%	-9.11%
25.1.31	BUY	170,000	-15.44%	-5.59%
24.7.11	BUY	210,000	-31.33%	-22.71%

투자의견 변동 내역 및 목표주가 과리율

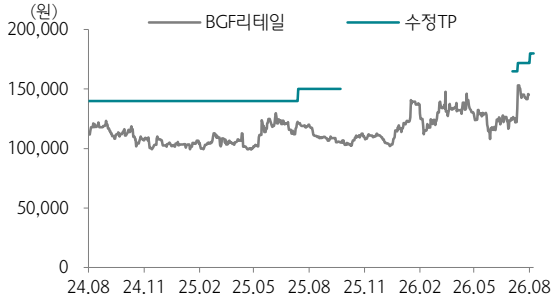
GS리테일



날짜	투자의견	목표주가	과리율	
			평균	최고/최저
26.8.10	BUY	35,000		
26.7.29	BUY	31,000	-17.79%	-8.55%
26.6.23	Not Rated	-	-	-
26.6.22	담당자 변경	-	-	-
26.5.21	1년 경과	-	-	-
25.5.21	BUY	18,000	8.38%	63.61%
24.12.23	BUY	27,000	-43.98%	-33.00%
24.4.15	BUY	24,803	-26.64%	-20.17%

투자의견 변동 내역 및 목표주가 과리율

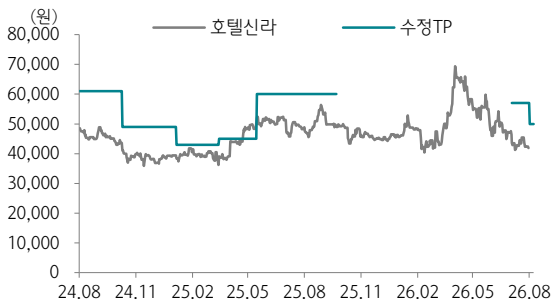
BGF리테일



날짜	투자의견	목표주가	과리율	
			평균	최고/최저
26.8.27	BUY	180,000		
26.8.7	BUY	172,000	-15.63%	-12.21%
26.7.29	BUY	165,000	-23.79%	-19.09%
26.6.19	Not Rated	-	-	-
26.6.18	담당자 변경	-	-	-
25.8.8	BUY	150,000	-20.84%	-1.47%
25.7.11	1년 경과	-	-	-
24.7.11	BUY	140,000	-22.16%	-7.29%

투자의견 변동 내역 및 목표주가 과리율

호텔신라



날짜	투자의견	목표주가	과리율	
			평균	최고/최저
26.8.27	BUY	50,000		
26.7.29	BUY	57,000	-24.60%	-20.35%
26.6.9	담당자 변경	-	-	-
25.6.10	BUY	60,000	-17.58%	15.67%
25.4.10	BUY	45,000	-1.92%	11.78%
25.1.31	Neutral	43,000	-8.05%	-2.79%
24.11.4	Neutral	49,000	-20.80%	-16.22%
24.7.29	BUY	61,000	-23.97%	-17.38%

Compliance Notice

- 당사는 2026년 8월 27일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다
- 본 자료를 작성한 애널리스트(박종대)는 자료의 작성과 관련하여 외부의 압력이나 부당한 간섭을 받지 않았으며, 본인의 의견을 정확하게 반영하여 신의성실 하게 작성하였습니다.
- 본 자료는 기관투자자 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다
- 본 자료를 작성한 애널리스트(박종대)는 2026년 8월 27일 현재 해당회사의 유가증권들을 보유하고 있지 않습니다

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

투자등급 관련사항 및 투자의견 비율공시

- 투자의견의 유효기간은 추천일 이후 12개월을 기준으로 적용
- 기업의 분류
BUY(매수)_목표주가가 현재가 대비 15% 이상 상승 여력
Neutral(중립)_목표주가가 현재가 대비 -15%~15% 등락
Reduce(비중축소)_목표주가가 현재가 대비 15% 이상 하락 가능
- 산업의 분류
Overweight(비중확대)_업종지수가 현재지수 대비 15% 이상 상승 여력
Neutral(중립)_업종지수가 현재지수 대비 -15%~15% 등락
Underweight(비중축소)_업종지수가 현재지수 대비 -15%~15% 등락

투자등급	BUY(매수)	Neutral(중립)	Reduce(매도)	합계
금융투자상품의 비율	98.20%	1.80%	0.00%	100%

* 기준일: 2026년 08월 24일