

유통 (비중확대/신규) K-소비시장의 알파를 찾아서



CONTENTS

Investment Summary	3
유통의 재정의: 트래픽의 재배분이 이익을 결정한다	3
투자전략: 업종 비중확대, 최선호주 신세계, 차선호주 현대백화점	4
유통: 트래픽의 재배분이 이익을 정한다	5
할인점·편의점: 경쟁자 이탈이 만든 트래픽	6
백화점·면세: 들어오는 트래픽과 덜어내는 트래픽	7
이익 전환: 증분 매출이 이익으로 바뀌는 속도	8
2027년: 성장률은 낮아져도 이익 전환은 이어진다	9
승자를 가르는 조건	11
투자포인트 1. 인바운드: 해외 트래픽이 백화점의 이익을 바꾼다	12
일본의 선례: 한국은 그 초입에 있다	12
방한 수요: 늘어나는 수요, 달라진 사이클	14
수익화: 외국인 매출이 이익이 되는 경로	19
배수로 다시 본 일본: 프리미엄은 잠시, 이익은 남았다	21
수혜 기업: 신세계와 현대백화점	23
투자포인트 2. 시에이전트: 높아지는 고객 접점과 오프라인 경험의 가치	26
침투율: 2030년 온라인 거래의 9.7%, 36조원	28
승부처: 온라인은 접점과 이행, 오프라인은 경험	31
종목: AI가 대체하지 못하는 자산, 쿠팡과 신세계	40
투자포인트 3. 면세: 거래 조건 정상화가 먼저 만드는 증익	41
수수료와 임차료에서 비용 부담 완화가 확인된다	43
공항 철수와 신규 구역: 3사의 서로 다른 경로	45
면세 3사 전망: 매출보다 이익률이 먼저 오른다	48
호텔신라: 면세 정상화의 실적 기여가 가장 직접적이다	51
투자전략 및 Valuation	53
커버리지 5사 영업이익 2025~2028년 연평균 24.9% 성장 전망	53
리스크	58
Global Company Analysis	60
신세계	61
현대백화점	82
BGF리테일	101
호텔신라	115
롯데쇼핑	131

Investment Summary

유통의 재정의: 트래픽의 재배분이 이익을 결정한다

2026년 국내 유통시장의 핵심은 매출 성장률보다 트래픽이 어디로 이동하고, 이를 얼마나 높은 이익으로 전환할 수 있는가에 있다. 2025년 국내 소매시장은 521조원, 성장률 1.2%로 사실상 제로섬 시장에 진입했다. 시장 전체가 성장하지 않는 환경에서는 모든 유통업체가 함께 성장하기 어렵고, 경쟁자의 이탈이나 새로운 고객의 유입으로 기존 자산에 추가 트래픽을 확보하는 기업이 상대적으로 높은 성장을 가져갈 수 있다.

당사는 향후 유통업의 구조적 변화를 ① 인바운드에 따른 프리미엄 트래픽 확대, ② AI 에이전트에 따른 구매 관문의 재편, ③ 면세의 비용 구조 정상화라는 세 가지 흐름으로 판단한다. 공통점은 이미 구축된 점포와 플랫폼에 새로운 트래픽이 유입되거나 수익화 방식이 개선되면서, 추가 비용은 제한되고 증분 매출의 이익 전환율이 높아진다는 점이다.

투자포인트 1. 인바운드: 해외 트래픽이 백화점의 이익을 바꾼다

해외 관광객이 저성장인 국내 소비시장에 새로운 트래픽을 만들고 있다. 신세계의 외국인 매출 비중은 1Q24 2.6%에서 2Q26 8.2%로 분기 평균 0.62%p씩 높아졌고, 현대백화점도 2025년 6.4%에서 2Q26 8.6%로 올라 일본 백화점의 2019년 수준(6.0%)을 넘어섰다. 이 수요는 신규 출점 없이 이미 구축된 점포로 들어온다는 점에서 이익 기여가 크고, 7년 만의 한·중 운수권 확대(주 608회→664회)가 공급 측에서 이를 뒷받침한다. 외국인 소비가 핵심 점포에서 전점으로 확산되면서 백화점은 내수 소비주에서 인바운드 성장주로 재평가될 것으로 판단한다.

투자포인트 2. AI에이전트: 높아지는 고객 접점과 오프라인 경험의 가치

온라인에서는 트래픽의 양보다 누가 트래픽을 확보하고 수익화하는지가 중요해지고 있다. 당사는 상품군별 구매 특성을 반영해 2030년 국내 온라인 거래액의 9.7%, 약 36조원이 AI 에이전트를 경유할 것으로 추정한다. 위임은 식료품·생필품 같은 반복 구매에서 먼저 일어난다. AI가 검색은 대체해도 배송과 경험은 대체하지 못하는 만큼, 수혜는 물류 처리능력과 자체 고객 접점을 가진 이커머스 플랫폼, 그리고 경험 중심 소비를 흡수하는 오프라인 프리미엄 채널인 백화점으로 갈릴 전망이다.

투자포인트 3. 면세: 거래 조건 정상화가 먼저 만드는 증익

면세는 매출이 줄어도 이익이 성장하는 국면이다. 신세계디에프의 2Q26 매출은 5,426억원으로 10.3% 줄었지만 영업이익은 333억원으로 348억원 늘었다. 핵심은 타이공 비중보다 거래 조건이다. 대량판매 할인과 알선수수료 부담이 줄고 적자 공항 구역(DF1·DF2) 철수로 고정비가 정상화되면서, 면세 3사 합산 매출이 3.0% 늘어나는 동안 영업이익은 FY26 2,258억원에서 FY28 3,389억원으로 50% 증가할 전망이다.

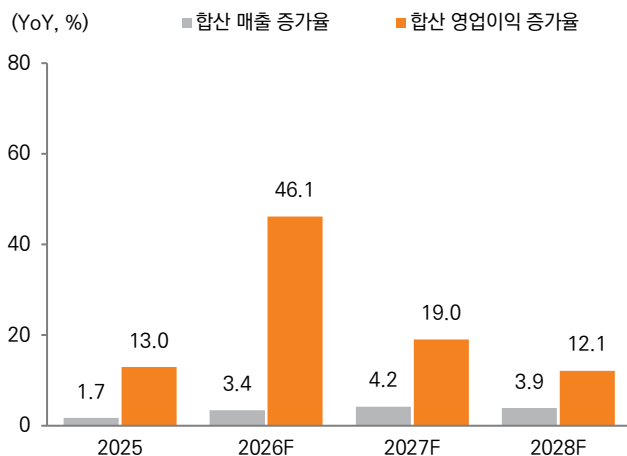
투자전략: 업종 비중확대, 최선호주 신세계, 차선호주 현대백화점

업종 투자의견 '비중확대'로 커버리지를 개시한다. 이번 사이클의 증익은 시장 성장이 아니라 기존 자산에 얹히는 추가 트래픽과 저수익 사업장 정리에서 나온다. 커버리지 5사 영업 이익은 2025년 1조 6,724억원에서 2028년 3조 2,618억원으로 연평균 24.9% 늘어 매출 증가율(3.8%)을 크게 웃돌고, 면세 철수 효과가 큰 2026년을 기준으로 봐도 2028년까지 연 15.5% 증익이 이어진다. 반면 12MF P/E는 신세계 5.1배, 현대백화점 5.0배로 10년 평균(9.0배, 7.2배)을 하회한다. 원화 강세에도 8월 방한객이 월간 최고치를 기록해 외국인 수요의 방향은 유지되고 있으며, 3Q26 실적이 이를 확인하는 첫 계기가 될 것이다.

최선호주는 신세계(목표주가 440,000원), 차선호주는 현대백화점(128,000원)이다. 신세계는 인바운드, 명품 중심 대형 점포, 면세 적자 제거가 한 회사 안에서 모두 이익으로 이어지고, 2026~2028년 연결 증익의 69%를 백화점이 만들어 이익의 질이 높다. 현대백화점은 연결 증익률(연 19.9%)이 더 높지만 지누스 손실 축소 비중이 커, 기존점 이익률로 확인할 수 있는 백화점 증익이 큰 신세계를 우선한다.

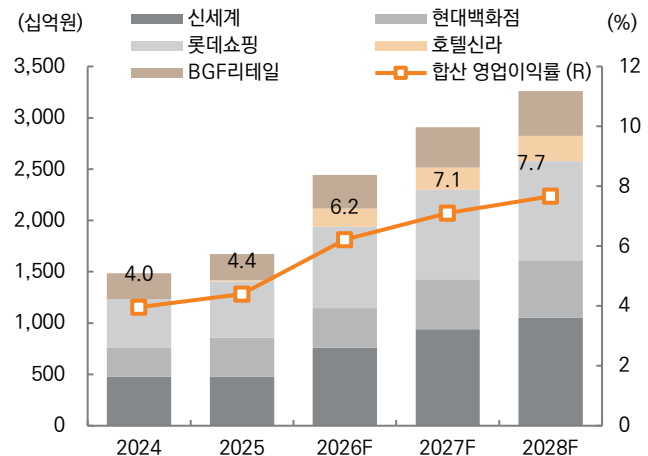
BGF리테일은 하위 사업자의 부진 속에 점유율을 넓히고 담배 비중 하락과 외국인 매출 확대로 상품 믹스가 개선되는 구간이다. 롯데쇼핑은 백화점 증익에 홈플러스 영업 축소에 따른 할인점 수요 이전과 홈쇼핑 수익성 개선이 더해진다. 호텔신라는 DF1 철수와 수수료 부담 완화로 면세 정상화의 실적 기여가 가장 직접적이며, 이후에는 호텔 객실단가 상승이 증익을 이어갈 전망이다.

그림 1. 커버리지 5사 합산 매출 vs 영업이익 증가율



자료: 각 사, 미래에셋증권 리서치센터

그림 2. 커버리지 5사 합산 영업이익과 영업이익률



자료: 각 사, 미래에셋증권 리서치센터

표 1. 커버리지 투자의견 및 핵심 투자포인트 (원, %)

종목	투자의견	목표주가	상승여력	핵심 투자포인트
신세계	매수 (최선호주)	440,000	77.4	외국인·명품이 백화점 이익으로, 면세 적자 제거
현대백화점	매수 (차선호주)	128,000	70.4	가장 큰 백화점 레버리지, 외국인 가속·DF2 저가 확보
롯데쇼핑	매수	119,000	44.6	백화점 증익에 할인점·홈쇼핑 개선이 더해짐
BGF리테일	매수	185,000	44.8	점포 격차 위에 외국인 객수·상품 이익률 상승
호텔신라	매수	55,000	57.8	DF1 철수로 분기 200억원 적자 제거

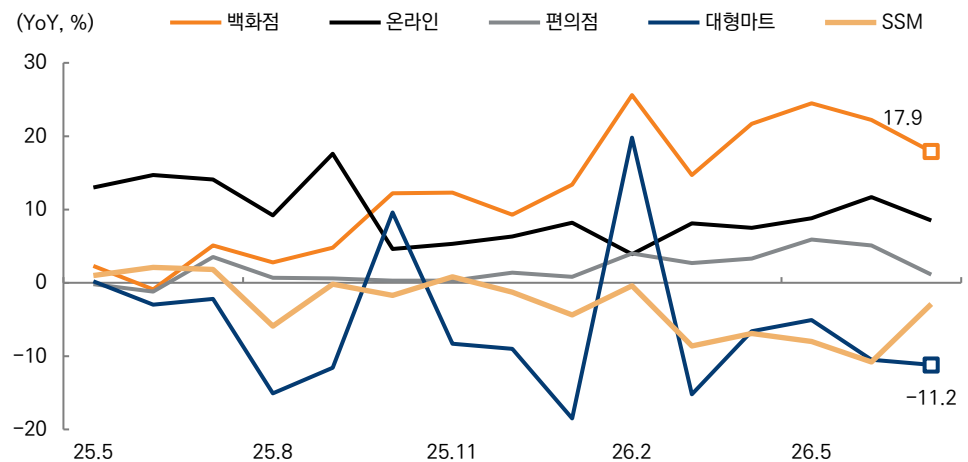
자료: 미래에셋증권 리서치센터

유통: 트래픽의 재배분이 이익을 정한다

2026년 상반기 유통업의 증익은 단순한 소비 회복보다 기존 자산으로 유입되는 추가 트래픽과 이에 따른 고정비 레버리지에 기인한다. 경쟁 점포의 퇴장으로 수요가 기존 점포로 이동하거나 신규 고객이 유입되면서, 이미 임차료, 인건비, 감가상각비 등 상당한 고정비를 부담하고 있는 자산에 추가 매출이 없히고 있다. 신규 출점이나 대규모 마케팅 없이 확보한 매출 일수록 추가 비용 부담이 제한되기 때문에 증분 매출의 이익 전환율이 높아지는 구조다.

시장 전체의 성장보다 업체 사이의 격차가 더 빠르게 벌어지고 있다. 산업통상부 집계 주요 유통업체 매출은 2025년 6.8%, 2026년 1~9월 6.9% 늘었지만, 그 안에서 백화점이 17.6% 늘어나는 동안 대형마트(-5.2%)와 SSM(-3.6%)은 줄었고 편의점은 3.0% 증가에 그쳤다. 트래픽이 업체와 기업 사이를 옮겨 가는 속도가 시장이 커지는 속도보다 빠르다는 뜻이다.

그림 3. 주요 유통업체 업체별 매출 증감률



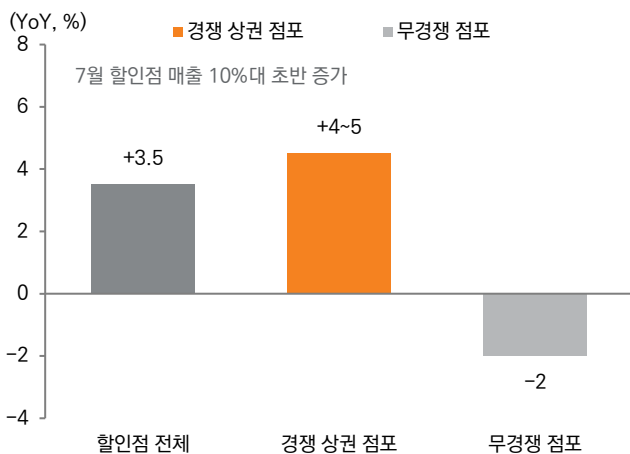
주: 26개사 기준. 2026년 1~9월은 (상반기 누계×6 + 7월 + 8월 + 9월) ÷ 9로 계산한 근사치. 8~9월은 추석 이동(2025년 10월~2026년 9월) 효과 포함. 산업통상부 발표 기준 2026년 7월 대형마트 실적에는 홈플러스가 포함되지 않음(임시휴업 7.13~8.12, 8.13 정식 재개장)
자료: 산업통상부, 미래에셋증권 리서치센터

할인점·편의점: 경쟁자 이탈이 만든 트래픽

할인점에서 이러한 변화가 가장 뚜렷하다. 롯데쇼핑 할인점 부문은 2Q26 매출이 3.5% 증가했으며, 홈플러스 임시휴업 기간이 포함된 7월에는 두 자릿수(10%대 초반) 증가했다. 휴업에 따른 일시적 반사이익을 건어내도 수요 이전은 상권별 차이에서 확인된다.

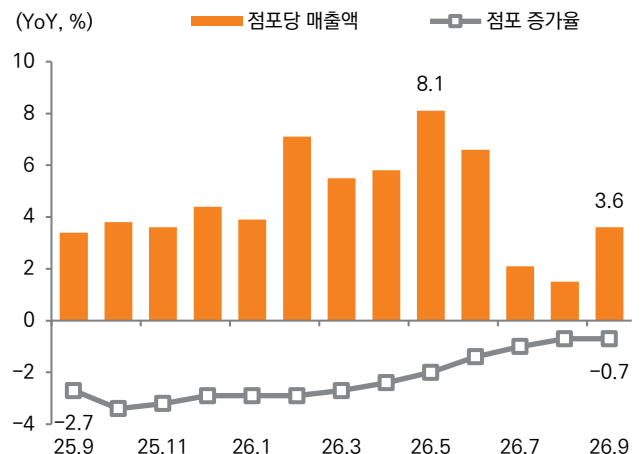
7월 전면 휴업 이전인 2Q26에 홈플러스 경쟁 상권의 롯데마트 점포가 4~5% 성장한 반면 무경쟁 점포는 2% 역성장했다는 점은 경쟁자 퇴장이 기존 사업자의 매출 증가로 직접 연결되고 있음을 보여준다. 기존 자산에 유입된 수요를 확보하기 위해 신규 출점이나 대규모 마케팅을 추가로 집행할 필요가 제한적이었다는 점에서, 시장 전체의 수요가 크게 증가하지 않더라도 경쟁자 이탈만으로 기존 점포의 트래픽과 자산 생산성이 높아질 수 있는 구조임을 알 수 있다.

그림 4. 롯데마트 할인점 매출 증감률(2Q26): 경쟁 상권 점포만 성장



자료: 롯데쇼핑, 미래에셋증권 리서치센터
주: 경쟁 상권 점포 4~5%는 중간값 4.5%로 표시

그림 5. 편의점 점포는 줄고 점포당 매출은 늘었다



자료: 산업통상부, 미래에셋증권 리서치센터
주: 26개사 기준. 2026년은 1~9월 근사치

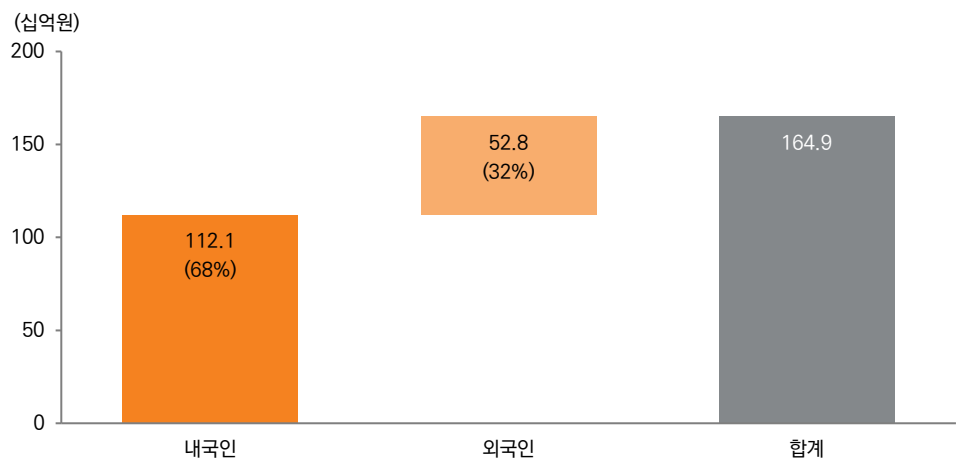
편의점에서도 같은 변화가 나타난다. 출점 포화와 하위 사업자의 이탈 속에 지난 2년간 점포 구조조정이 진행되면서, 점포 수 확대보다 출점의 질과 점포당 생산성 개선이 중요해지고 있다. 하위 2사인 세븐일레븐과 이마트24는 4년 연속 적자로 투자 여력이 약해졌고, 2025년에는 GS25·세븐일레븐·이마트24의 점포 수가 모두 순감한 가운데 CU만 순증했다. CU의 점유율은 35.2%(GS25 33.8%, 세븐일레븐 20.7%, 이마트24 10.3%)까지 상승했고, 브랜드 전환 점포의 매출은 전환 전 대비 10% 증가했다. BGF리테일의 신규점 일매출 역시 기존점 대비 100.4%로 전년보다 6.6%p 높아지며, 점포 구조조정과 브랜드 전환을 통해 기존 자산의 생산성이 높아지고 있음을 보여준다.

여기에 수요 측 반등이 겹친다. 산업통상부 집계 편의점 매출 증가율은 2023년 8.0%에서 2024년 3.9%, 2025년 0.1%로 2년 연속 둔화했으나, 2026년 1~9월 3.0%로 반등했다. 경쟁자 이탈로 점유율이 오르는 국면에 채널 자체의 수요 회복이 겹치면서, 기존 점포가 흡수하는 트래픽의 절대량도 함께 늘어나고 있다. 공급 측에서는 점포 구조조정으로 자산 효율이 높아지고, 수요 측에서는 채널 성장 회복으로 트래픽이 늘어나면서 기존 점포의 생산성이 동시에 개선되고 있는 것이다.

백화점·면세: 들어오는 트래픽과 덜어내는 트래픽

백화점에서는 경쟁자 퇴장 대신 신규 고객 유입이 기존 자산의 가동률을 높이는 역할을 한다. 신세계백화점의 2Q26 신규 고객 비중은 28%로 전년 대비 6%p 상승했고, VIP와 비VIP의 신장률이 유사해 특정 고객층에 편중된 회복도 아니다. 신세계의 상반기 순매출 증분 1,649억원 중 내국인이 1,121억원으로 68%를 차지했으며, 상반기 외국인 매출이 전년 동기 대비 120% 늘었음에도 성장의 대부분을 인바운드에 의존하지 않았다. 현대백화점도 상반기 백화점 순매출 증분 972억원 중 69%(675억원)가 내국인에서 나와, 내국인이 성장의 3분의 2 이상을 차지하는 구조는 두 회사가 같다. 이미 구축된 백화점 자산에 새로운 내국인 고객과 외국인 고객이 동시에 유입되고 있다는 점이 중요하다. 신규 점포를 추가하지 않고도 고객 트래픽이 증가하면서 기존 점포의 매출 생산성이 높아지고 있기 때문이다.

그림 6. 신세계 백화점 1H26 순매출 증분 구성: 68%가 내국인



자료: 신세계, 미래에셋증권 리서치센터

면세에서는 반대로 저수익 트래픽과 비효율 자산의 제거가 수익성 개선을 이끌고 있다. 호텔신라는 인천공항 DF1 사업장을 4월 16일, 신세계디에프는 DF2 사업장을 4월 27일 철수했으며, 회사가 제시한 철수에 따른 분기 손익 개선 효과는 각각 약 200억원, 240억원이다. 호텔신라의 매출 대비 임차료 비율은 1Q26 18.4%에서 2Q26 14.1%로 4.3%p 낮아졌다. 신세계디에프의 다이공 매출 비중은 1Q25 62%에서 2Q26 64%로 등락해, 이익 개선은 트래픽 구성보다 공항 철수와 비용 정상화에서 나왔다. 매출 성장보다 비용 구조 개선이 먼저 나타나는 구간에 진입한 것이다. 같은 공항 트래픽이라도 철수한 사업자에게는 비용 정상화로, 새로 진입한 사업자에게는 저마진 외형 확대로 나타난다. 백화점이 신규 고수익 트래픽을 유입시켜 기존 자산의 가동률을 높이는 사례라면, 면세는 반대로 수익성이 낮은 트래픽과 비효율 자산을 줄여 기존 비용 구조를 정상화하는 사례다.

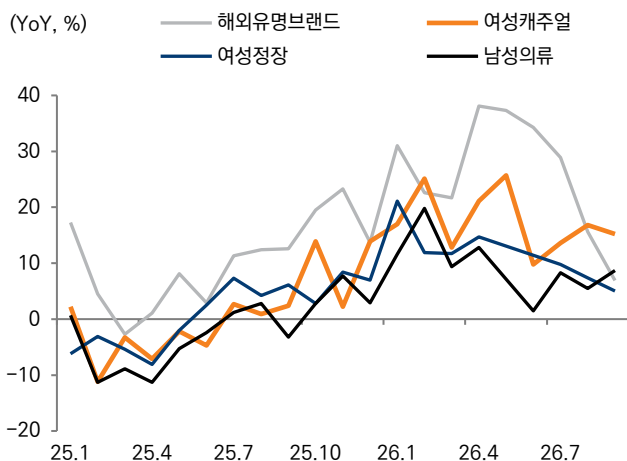
이익 전환: 증분 매출이 이익으로 바뀌는 속도

이처럼 업태별로 트래픽의 유입 경로는 다르지만, 공통적으로 나타나는 변화는 기존 자산의 생산성이 높아지고 있다는 점이다. 기존 점포는 이미 임차료·인건비·감가상각비 등 상당한 고정비를 부담하고 있기 때문에 경쟁자 퇴장이나 신규 고객 유입으로 추가 트래픽이 발생 하더라도 신규 출점이나 대규모 마케팅이 필요하지 않다면 추가 매출의 이익 전환율이 높아질 수 있다.

실제 실적에서도 이러한 변화가 확인된다. 신세계 백화점은 리뉴얼에 따른 판관비 증가에도 2Q26 판관비율이 전년 대비 0.5%p 하락했다. GS리테일 역시 판관비율이 22.0%에서 21.3%로 낮아졌으며, BGF리테일은 매출총이익률이 19.1%로 상승하는 가운데 판관비율은 15.7%에서 15.6%로 하락했다. 추가 매출을 확보하는 데 필요한 비용의 증가 속도가 매출 증가 속도를 하회하고 있는 것이다.

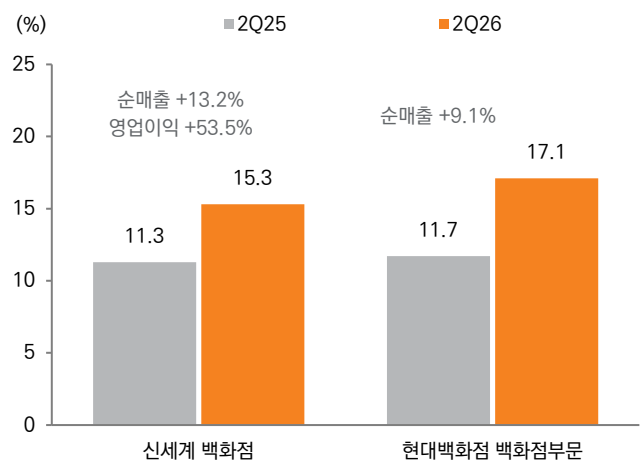
백화점에서는 상품 믹스도 이익 전환율에 영향을 준다. 패션의 수수료율은 약 30%로 명품의 10~15%를 웃돈다. 2026년 6~7월 해외유명브랜드 매출이 각각 34.3%, 28.9% 늘어 백화점 전체(22.2%, 17.9%)보다 빠르게 성장하며 매출 비중이 명품 쪽으로 기울었으나, 증가율이 8월 15.6%, 9월 6.9%로 낮아지며 9월에는 전체(8.4%) 아래로 내려왔다. 명품 비중이 오를수록 거래액보다 순매출이 덜 늘어나는데, 그 자리를 의류가 채우고 있다. 백화점 의류 신장률은 2025년 상반기 -5~-8%에서 7월 플러스로 전환한 뒤 2026년 6~7월 여성캐주얼 +10~14%, 여성정장 +9~10%로 확대됐고, 8~9월에도 여성캐주얼이 +16.8%, +15.2%로 두 자릿수를 이어갔으며 9월에는 남성의류(+8.7%)·아동스포츠(+8.0%)·잡화(+7.3%)까지 명품(6.9%)을 웃돌아 믹스가 수수료율이 높은 쪽으로 되돌아오고 있다. 고마진 의류의 회복은 기존 점포의 고정비 회식과 함께 증분 매출의 이익 전환율을 받치는 요인이다.

그림 7. 백화점 상품군별 매출 증감률: 명품 둔화, 의류 강세



자료: 산업통상부, 미래에셋증권 리서치센터

그림 8. 백화점 2Q26 영업이익률(순매출 기준): 4~5%p 상승



자료: 각 사, 미래에셋증권 리서치센터

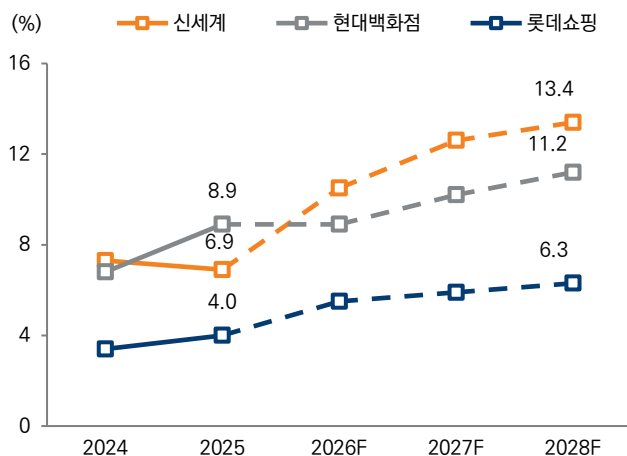
백화점의 수익성 개선은 영업이익률에서 더욱 뚜렷하게 확인된다. 신세계 백화점의 2Q26 영업이익률은 순매출 기준 11.3%에서 15.3%로 4.0%p 상승했고, 순매출이 13.2% 증가하는 동안 영업이익은 53.5% 증가했다. 현대백화점 백화점부문 역시 순매출이 9.1% 증가하는 동안 영업이익이 58.6% 늘어 영업이익률이 11.7%에서 17.1%로 5.4%p 상승했다. 매출 증가율은 9~13%에 그쳤지만 이익이 그보다 훨씬 빠르게 증가한 이유는 기존 자산에 추가 트래픽이 유입되는 동안 고정비 증가는 제한됐기 때문이다. 따라서 이번 유통 사이클에서 중요한 것은 '매출이 얼마나 성장하는가'가 아니라 '추가 매출을 얼마나 높은 이익으로 전환할 수 있는가'다.

2027년: 성장률은 낮아져도 이익 전환은 이어진다

매출 성장률이 정상화되더라도 기존 자산의 고정비 흡수가 지속된다면 높은 증분 영업이익률을 유지할 수 있다. 2027년에는 백화점과 편의점의 매출 증가율이 낮아질 전망이다. 당사 추정 기준 백화점 3사의 백화점 순매출 증가율은 2026년 8.8%에서 2027년 6.5%, 2028년 4.6%로, BGF리테일의 편의점 매출 증가율은 5.1%에서 4.6%, 4.1%로 낮아진다. 소비 여건도 크게 나아지지 않는다. 실질 민간소비 증가율은 2026년 2.1~2.3%(한국은행 2.1%, KDI 2.3%)에서 2027년 2.0%(KDI·국회예산정책처)로 2% 안팎에 머물 것으로 예상되고, 한국은행 물가 전망(2.3%)을 더한 명목 소비 증가율은 4%대 초반이다.

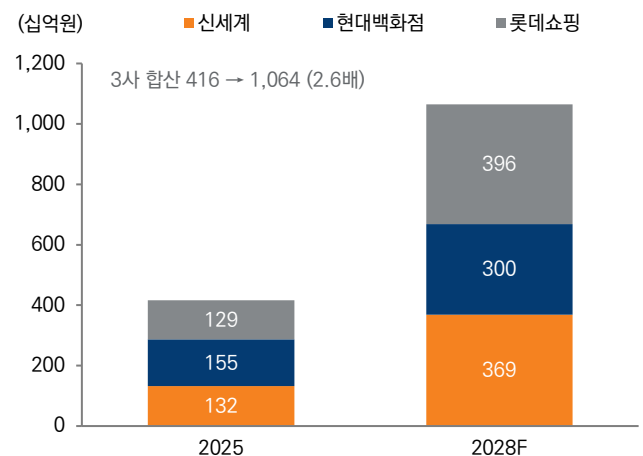
백화점은 2026년 1~9월 매출이 17.6% 늘었으나, 분기 증가율은 2분기 22.9%에서 3분기 12.6%로 낮아졌다. 9월(8.4%)은 추석 선물세트 수요와 낮은 기저(2025년 9월 +4.8%)에도 올해 들어 가장 낮은 증가율을 기록했다. 2025년 10~12월 매출이 9.3~12.3% 증가해 4분기 기저가 높고, 특히 10월은 추석이 빠져 일시적으로 더 둔화될 전망이다. 산업통상부 통계는 총매출(거래액) 기준이라 회사의 순매출 증가율보다 높게 나온다. 명품·외국인 비중이 오를수록 수수료율이 낮아져 거래액이 순매출보다 빨리 늘기 때문이며, 신세계의 2026년 거래액은 16.9%, 순매출은 11.1% 증가할 것으로 추정한다.

그림 9. 백화점 3사 연결 영업이익률: 2028F까지 상승



자료: 각 사, 미래에셋증권 리서치센터 추정
주: 2026F부터 당사 추정(점선)

그림 10. 백화점 3사 외국인 순매출: 2028F 2.6배



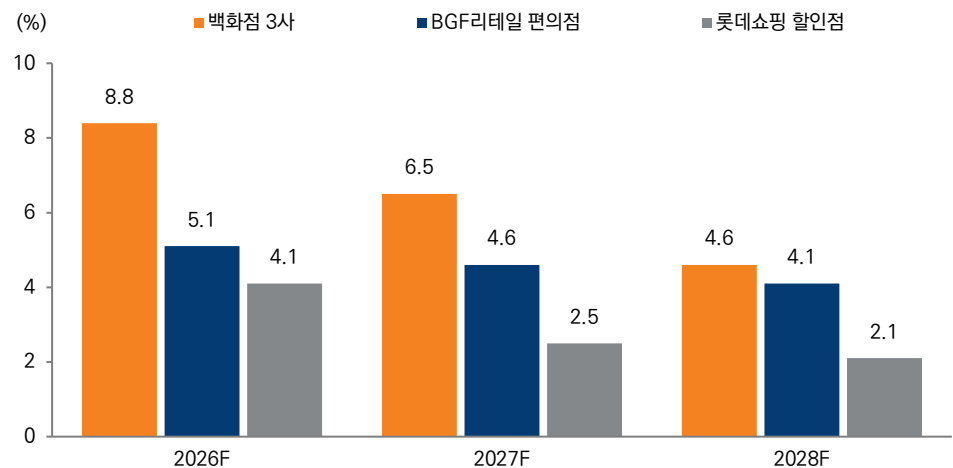
자료: 각 사, 미래에셋증권 리서치센터 추정
주: 백화점 외국인 순매출. 롯데쇼핑은 3사 합산에서 신세계·현대백화점을 뺀 값

2027년에도 외국인 비중 상승은 이어진다. 신세계와 현대백화점의 외국인 매출 비중은 2026년 각각 8.3%, 8.4%에서 2027년 모두 9.9%로 오르고, 백화점 3사의 외국인 순매출은 2025년 4,163억원에서 2028년 1조 642억원으로 2.6배가 될 것으로 추정한다.

2027년 내국인 소비는 저기저 효과가 소멸하면서 증가세가 완만해질 전망이다. 고가 상품군 중심의 소비 회복에는 자산효과도 반영된 것으로 보여 증시 흐름에 따른 변동성이 남아 있다. 당사는 증시 조정을 반영해 4Q26 성장세 둔화 이후 2027년에는 완만한 회복을 가정하되, 2026년 상반기의 높은 증가율이 반복되기는 어렵다고 본다. 따라서 백화점의 증익은 내국인 소비의 가속보다 외국인 매출 확대와 기존점 매출 증가에 따른 고정비 흡수가 이끌 것으로 예상된다.

편의점은 경쟁사의 부진점 정리가 일단락되면서 업계 점포 수는 정체되고 점포당 매출이 늘어나는 구조로 완만한 성장을 이어갈 전망이다. BGF리테일의 편의점 매출은 2025년 3.1%(업태 0.1%), 2026년 상반기 5.3%(업태 3.7%) 증가해 업태 성장률을 각각 3.0%p, 1.6%p 상회했다. 점포 순증(연 1%)과 브랜드 전환이 이어지는 2027년에도 4.6% 늘어날 것으로 추정한다.

그림 11. 업태별 매출 증가율 전망: 성장률은 낮아져도 증가는 이어진다



주: 백화점 3사는 백화점 순매출, BGF리테일은 편의점 매출, 롯데쇼핑은 할인점 매출 기준
자료: 각 사, 미래에셋증권 리서치센터 추정

대형마트는 홈플러스 폐점 영향으로 2026년 1~9월 매출이 5.2% 감소했다. 홈플러스는 2026년 9월 화생계획 인가로 54개 점포 폐점을 마무리하고 67개 점포를 정상 운영하고 있어 추가 대규모 폐점은 없을 것으로 보며, 2027년에는 감소 폭이 줄어들 전망이다. 폐점 점포의 수요가 남은 점포로 옮겨오면서(9월 대형마트 전체 매출 +4.0%, 점포당 매출 +19.3%) 롯데쇼핑 할인점은 매출이 2026년 4.1%, 2027년 2.5% 늘고, 영업이익은 2025년 70억원 적자에서 2026년 201억원, 2027년 300억원으로 개선될 것으로 추정한다. 8~9월 대형마트 매출이 4.5%, 4.0% 늘었으나 홈플러스 휴업 기간의 수요 이전과 추석 효과(올해 9월, 전년 10월)가 섞인 수치로 추세 전환으로 보지 않았으며, 10월은 전년 추석 기저(+9.6%)로 일시 감소할 수 있다. SSM은 1~9월 매출이 3.6% 감소했으며, 8~9월은 추석 수요로 각각 5.0% 늘었다.

커버리지 5사 합산 영업이익은 2026년 46% 늘어난 뒤 2027년 19%, 2028년 12%로 증가율이 낮아질 전망이다. 2026년에는 신세계와 호텔신라의 적자 공항 면세점 철수 효과가 크게 반영되지만, 철수 효과가 빠진 2027~2028년에도 영업이익 증가율은 합산 매출 증가율(연 3~4%)을 크게 상회한다.

승자를 가르는 조건

영업 레버리지가 무한히 지속되지는 않는다. 기존 점포의 가동률이 충분히 높아지거나 신규 출점이 재개되면 감가상각비와 임차료 등 고정비가 다시 늘어난다. 현대백화점은 2027년 하반기 더현대 부산 개점에 따른 감가상각비 등 신규점 비용 부담을 감안해 3Q27부터 백화점부문 영업이익률 개선 폭을 낮춰 추정했다. 반대로 추가 매출 수용 여력이 남아 있는 기업은 같은 매출 성장률에서도 더 큰 이익 레버리지를 얻는다. 따라서 기존 자산의 추가 매출 수용 여력, 경쟁자 퇴장이나 신규 고객 유입으로 확보할 수 있는 추가 트래픽, 신규 투자 부담의 크기가 증분 영업이익률이 얼마나 오래, 얼마나 크게 이어질지를 정한다.

정리하면, 향후 유통업의 구조적 변화는 트래픽의 유입, 재편, 정리라는 세 방향으로 나타날 전망이다. 백화점에서는 인바운드가 기존 점포에 새로운 고수익 트래픽을 더하고, 이커머스에서는 AI 에이전트의 확산이 구매 관문을 재편하면서 물류 처리능력과 고객 접점, 멤버십과 광고 등 트래픽의 수익화 역량이 중요해진다. 면세에서는 할인·수수료 조건을 개선하고 비효율적인 공항 사업장을 줄이면서 트래픽 확대보다 획득비용과 고정비 부담의 정상화가 이익 개선을 이끈다. 2026~27년 유통업의 승자는 매출 성장률보다 어떤 트래픽이 들어오고 나가는지, 그리고 이를 기존 자산에서 얼마나 높은 증분 영업이익으로 바꾸는지에 따라 갈릴 것으로 판단한다.

표 2. 유통업태별 트래픽 변화와 이익 레버리지

업태	트래픽의 변화	트래픽의 질	수익화 방식	핵심 이익 레버리지
할인점	홈플러스 퇴장에 따른 수요 이전	추가 획득비용이 낮은 트래픽	기존 점포에서 추가 매출 확보	고정비 흡수 → 증분 이익률 상승
편의점	출점 경쟁 완화·브랜드 전환	기존 점포에서 검증된 수요	기존 점포의 생산성 개선	점포당 매출 증가 → 수익성 상승
백화점	신규·내국인·외국인 고객 유입	고객단가가 높고 시가 대체하기 어려운 트래픽	경험·프리미엄 소비 수익화	추가 비용 제한 → 마진 레버리지
면세	할인·수수료 조건 개선, 적자 공항 구역 정리	같은 트래픽의 획득비용 하락	거래조건 정상화	수수료·임차 비용 축소 → 수익성 정상화
이커머스	AI 에이전트에 따른 구매 관문 재편	반복구매·효율적 수익화가 가능한 트래픽	주문 트래픽의 효율적 처리·수익화	기존 GMV의 이익 회수율 상승

자료: 미래에셋증권 리서치센터

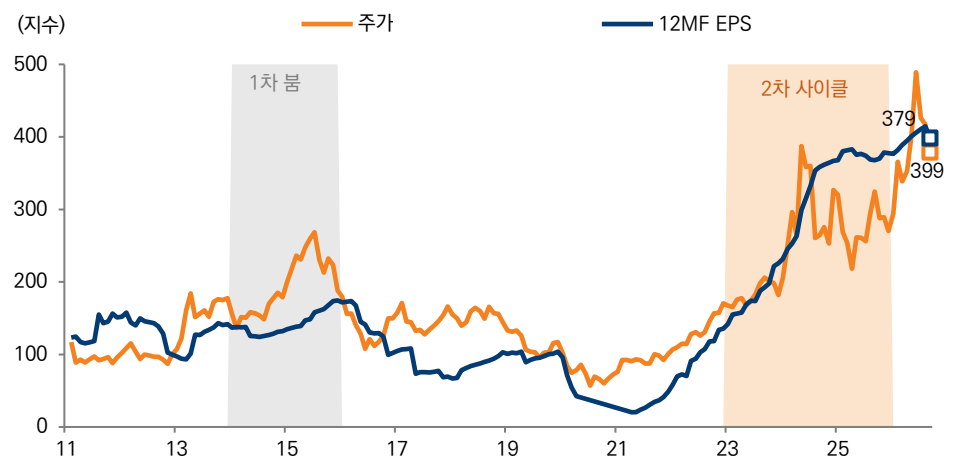
투자포인트 1. 인바운드: 해외 트래픽이 백화점의 이익을 바꾼다

당사는 한국 백화점이 일본 피어가 두 차례 경험한 인바운드 이익 사이클의 초입에 진입했다고 판단한다. 핵심은 단순한 관광객 증가가 아니다. 일본 관광청에 따르면 2024년 방일 외국인의 1인당 여행지출 22만 7,000엔 중 쇼핑 비중은 29.5%로 숙박(33.6%) 다음으로 크며, 2025년에도 27.0%를 유지했다. 관광객 소비의 상당 부분이 오프라인 구매로 이어진다는 뜻이다. 외국인 소비가 프리미엄 채널로 집중되면서 백화점은 오프라인에서 인바운드 수혜가 가장 큰 업태가 되고 있으며, 외국인 비중 상승은 매출 성장분 아니라 수익성 개선과 멀티플 확장으로 이어진다.

일본의 선례: 한국은 그 초입에 있다

일본이 이 경로를 먼저 보여줬다. 외국인 소비 비중이 의미 있는 수준까지 오르자 이익이 크게 늘었다. 이세탄미쓰코시의 12개월 선행 EPS는 2013년 평균 27.1엔에서 2015년 34.0엔으로 25% 늘었다. 정점에 반영됐던 방일 중국인 대량구매 초과분이 빠지고 2016년 엔화가 절상되자 이익은 정점에서 내려왔지만, 붐 이전으로 돌아가지는 않았다. 이세탄의 2016년 평균 EPS는 31.1엔으로 정점 연도(34.0엔)보다 9% 낮았지만 2013년(27.1엔)보다는 15% 높았다. 두 번째 사이클은 더 컸다. 개별관광객·명품 중심으로 구매 방식이 바뀐 뒤 이세탄의 12개월 선행 EPS는 2023년 1월 31엔에서 2026년 9월 88엔으로 2.8배 늘었고 주가는 2.3배 올랐다. 같은 기간 J.프론트의 12개월 선행 EPS도 84엔에서 135엔으로 1.6배 늘었고 주가는 2.2배 올랐다. 즉 관광객 수 증가는 이익 확대의 계기가 되고, 외국인 매출이 이익으로 전환되는 속도가 주가를 결정한다.

그림 12. 이세탄미쓰코시 주가와 12MF EPS: 2차 사이클은 EPS가 주가를 견인



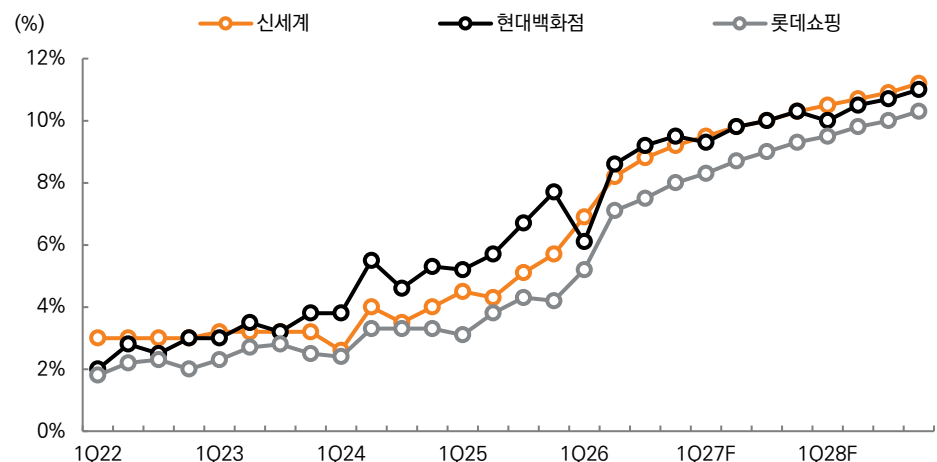
자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

그렇다면 남은 질문은 외국인 매출이 이익을 움직일 만큼 커졌냐는 것이다. 일본 백화점 매출에서 외국인 면세 구매가 차지하는 비중은 코로나 이전인 2019년에도 6.0%였고, 10%를 넘은 것은 2024년(11.2%)이 처음이다. 한국은 이 구간을 더 빨리 지나고 있다.

전점 기준 외국인 비중은 2Q26 신세계 8.2%, 현대백화점 8.6%, 롯데쇼핑 7.1%로 2024년의 3~5%에서 두 해 만에 일본의 2019년 수준을 넘어섰고, 핵심 점포의 침투는 더 높다. 신세계 본점의 외국인 비중은 2Q26 29.9%, 더현대 서울과 무역점은 지난해 17%에서 올해 20%로 올라 전사 비중 확대의 기반이 확인됐다.

당사는 방한객 증가율이 2027년 4.9%, 2028년 3.6%로 둔화되는 전망에서도 핵심 점포의 침투가 다른 점포로 확산되며 신세계와 현대백화점의 전점 외국인 비중이 2028년 10%를 넘는다고 본다. 2026F 대비 2028F까지 2년간 연결 영업이익은 연평균 신세계 17.7%, 현대백화점 19.9%, EPS는 17.7%, 19.4% 늘어날 전망이다(2025년은 신세계의 DF2 손상으로 이익이 왜곡돼 기준에서 제외). EPS로는 2년간 약 1.4배다. 일본 2차 사이클에서 이세탄의 EPS는 3년 8개월 동안 2.8배(연평균 약 32%)가 됐다. 외국인 비중으로는 일본 경로의 중간쯤에 와 있지만, 그 비중이 이익으로 바뀌는 국면은 이제 시작이다.

그림 13. 백화점 3사 백화점 부문 외국인 매출 비중 추이



자료: 각 사, 미래에셋증권 리서치센터

확산은 서울 밖에서도 확인된다. 부산은 3사 공통으로 가장 가파른 신장 상권이며, 부산 센텀시티는 비중 10%에 성장률 160%로 본점 다음의 속도를 낸다. 롯데 부산 3개점의 외국인 매출은 2분기 +144%로 늘어 비중 9.4%에 이르러 전점 평균(7.1%)을 웃돌았다. 외국인 소비가 수도권을 넘어 지방 관광거점으로 번지고 있으며, 전점 비중의 상승 여력이 아직 남아 있다는 근거다.

핵심 점포에서 시작된 외국인 소비가 전점 믹스로 확산되는 과정이 한국 백화점 증익의 경로다. 백화점 3사의 외국인 매출에서도 이러한 흐름이 확인된다. 신세계 백화점의 외국인 매출은 1분기 전년 대비 +90%에서 2분기 +149%로 가속했고, 현대백화점은 4월 +40%, 5월 +66%, 6월 +92%로 월마다 가팔라지며 전점 비중이 한 분기 만에 6.1%에서 8.6%로 뛰었으며, 롯데백화점은 상반기 누계 약 +100%(2분기 +108%)로 신장하며 비중 7.1%에 올라섰다. 승자독식은 업태 내부에서도 작동한다. 백화점 점포 수가 늘지 않는 가운데(9월 점포당 매출 증가율이 전체와 같은 8.4%) 매출이 느는 것은 검증된 상위 점포로 트래픽과 브랜드가 몰린다는 뜻이며, 해당 상권의 대형 점포를 보유한 사업자만 이 수요를 매출로 전환한다.

방한 수요: 늘어나는 수요, 달라진 사이클

방한객 증가의 출발점은 공급 확대다. 한중 양국은 2026년 5월 항공회담에서 2019년 이후 7년 만에 여객 운수권을 주 608회에서 664회로 9.2% 확대했다. 소진 상태였던 인천-상하이(+12.5%)와 인천-광저우(+33.3%)가 증편되고, 2026년 정기 배분에서는 35개 노선 중 23개가 중국 노선에 배정되며 항저우·닝보 등 직항이 없던 2·3선 도시까지 열렸다.

표 3. 한·중 항공 운수권 확대 내역 (2026년 5월 항공회담)

구분	변경 전	변경 후	증감	비고
한·중 여객 운수권 총량	주 608회	주 664회	+9.2%	2019년 이후 첫 확대
인천-상하이	56	63	+12.5%	기존 운수권 소진 노선
인천-광저우	21	28	+33.3%	기존 운수권 소진 노선
2026년 정기배분 노선	—	35개 중 23개	65.7%	중국 노선 비중, 항저우·닝보 등 2·3선 도시 신규 취항
1Q26 한·중 여객	414만 명 (1Q19)	439만 명	+6.0%	코로나 이전 분기 실적 상회
2026.4월 인천 중국노선 여객	—	155.3만 명	+24.8%	전년 동월 대비, 월별 가속 확인

자료: 국토교통부, 미래에셋증권 리서치센터

실현된 수요는 공급 증가율을 크게 앞질렀다. 1~9월 방한 외국인인 1,711만 명(전년 동기 대비 +21.5%)에 달했고, 8월 단월 225만 명으로 월간 역대 최고치를 기록한 데 이어 9월에도 206만 명으로 21.1% 늘었다. 같은 기간 일본(-2.9%)과 태국(-3.8%)의 외래객은 오히려 줄었다. 글로벌 여행 수요의 회복이 아니라 한국으로의 목적지 이동이라는 뜻이다. 국가별로는 중국인이 547만 명(+29.2%)으로 운수권 증가율의 세 배를 웃돌았고, 1~9월 누적 비중도 32%로 상승했다. 대만도 186만 명으로 32.4% 증가해 주요 시장 전반에서 강세가 이어졌다. 좌석 확대 효과를 넘어, 직항이 없던 도시가 열리며 잠재 수요 자체가 새로 실현된 결과로 판단한다. 입국 경로도 지방으로 넓어지고 있다. 김해·제주·청주·대구 등 지방공항 입국객은 324만 명으로 37.4% 늘어 수도권 공항(+17.3%)의 두 배를 넘었고, 지방 항만을 합한 비수도권 입국 비중은 28.2%에 달한다. 외국인 수요가 서울 핵심 점포를 넘어 지방 거점으로 번질 수 있는 조건이다.

이에 당사는 2026년 방한 외국인인 2,281만 명으로 전망한다. 1~9월 누적 1,711만 명에 10~12월 성장률 17.5%를 적용한 값으로, 2025년 확정치 1,894만 명 대비 20.5% 증가한 규모다. 중국 단체관광 무비자가 2025년 9월 말 시행돼 4분기부터 기저가 높아지는 점을 반영했다. 다만 운수권 확대가 실제 운항과 입국객 증가로 연결되는 속도는 노선별 취항 시점과 탑승률에 따라 달라질 수 있다. 2027년부터는 2·3선 도시 개방이라는 일회성 효과가 소멸하며 공급 증가율과 여객 증가율이 수렴한다고 보고, 높아진 기저를 반영해 둔화를 가정한다. 중국 시장은 노선 추가 증편을 반영해 2027년 8%, 2028년 5%, 비중국 시장은 각각 3.5%, 3% 성장을 적용하면 2027년 2,394만 명(+4.9%), 2028년 2,481만 명(+3.6%)이다.

표 4. 방한 외국인 전망 드라이버

인풋	값	근거
2025년 방한 외국인 (만명)	1,894	한국관광공사 확정치(1,893만 6,562명)
2025년 1~9월 (만명)	1,408	문체부 발표 전년 동기치
2026년 1~9월 (만명)	1,711	한국관광공사 집계치(+21.5%)
2026년 10~12월 성장률 (%)	17.5	1~9월 +21.5% 대비 둔화. 중국 단체 무비자(2025.9.29) 기저 반영
2026F 방한 외국인 (만명)	2,281	1~9월 집계치 + 4분기 전망 (+20.5%)
2026년 실현 운수권 탄력 (배)	3.2	중국인 +29.2% ÷ 운수권 +9.2%, 2·3선 도시 개방 효과
방한객 중 중국인 비중 (%)	32	2026년 1~9월 집계치
2027 중국노선 추가 증편효과 (%)	8	하반기 배분 운수권의 익년 완전반영 + 신규취항
운수권-여객 전환 탄력 2027~28 (배)	1	시장 개방 효과 일회성으로 보고 완전전환 가정
비중국 성장률 2027 (%)	3.5	
2027F 방한 외국인 (만명)	2,394	4.90%
2028 중국노선 증가율 (%)	5	정상화 이후 완만 성장
비중국 성장률 2028 (%)	3	
2028F 방한 외국인 (만명)	2,481	3.60%
경제인구 환산 계수	0.057	136.8만원(1인당 지출, 2024) ÷ 2,387만원(국민 1인당 연소비)

자료: 한국관광공사, 국토교통부, 미래에셋증권 리서치센터

방한 외국인 1명의 경제적 효과는 1인당 지출을 국민 1인당 연간 소비로 나눈 값으로 가늠할 수 있다. 2024년 관광수입 22.4조 원을 방한객 1,637만 명으로 나눈 1인당 지출은 136.8만 원이며, 국민 1인당 연간 소비 2,387만 원 기준 0.057명에 해당한다. 이를 적용하면 2026년 예상 방한객 2,281만 명은 소비 인구 약 131만 명의 추가와 같고, 관광 소비는 약 31조 원 규모다. 실질 소비 증가율이 2% 안팎에 그치는 시장에서 외국인은 수요 보완재로 기능하고, 2·3선 도시 직항 확대로 유입의 중심도 단체에서 고단가 개별여행객으로 옮겨가고 있다.

표 5. 방한 외국인 관광총소비 및 경제 인구 환산

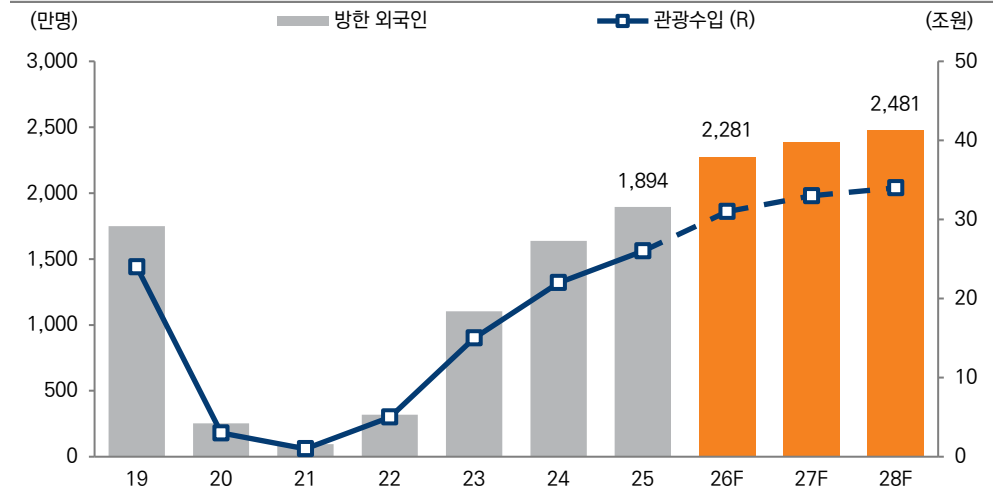
연도	방한 외국인 (만명)	관광수입 (조원)	관광수입 (억 달러)	1인당 지출 (만원)	경제 인구 환산 (만명)
2019	1,750	24	210	138	102
2020	252	3	31	133	14
2021	96	1	12	144	6
2022	320	5	37	144	19
2023	1,103	15	113	132	61
2024	1,637	22	164	137	94
2025F	1,894	26	179	137	109
2026F	2,281	31	215	137	131
2027F	2,394	33	226	137	137
2028F	2,481	34	234	137	142

자료: 한국관광공사, 미래에셋증권 리서치센터

주: 2026F 이후 1인당 지출은 2024년 실적 기준 1인당 지출(136.8만 원) 유지 가정. 억 달러는 2025F 이후 1,450원을 적용한 참고 환산치이며, 전망은 원화 기준. 경제 인구 환산은 1인당 지출을 국민 1인당 연간 소비(2,387만 원, 민간최종소비지출 기준 당사 산출)로 나눈 값. 2025년 관광수입은 발표 전이라 추정치

원화 약세가 가격 매력을 받쳐온 것도 사실이다. 루이비통 네버풀 MM(중국 1만 5,100위안 vs 한국 280만 원)과 샤넬 미니 클래식(5만 700위안 vs 1,008만 원)의 정가 격차는 1월(위안당 209원) 5~11%, 6월 고점(227원) 12~18%였고 9월(200원 안팎)에는 1~7%로 좁혀졌다. 여기에 텍스리펀드 약 7%p가 더해져 중국인 관광객의 실질 격차는 아직 8~14%다. 다만 당사 전망은 이 격차에 기대지 않는다. 1인당 지출을 원·달러 1,364원, 원/위안 190원이던 2024년 실적 기준 1인당 지출(136.8만 원)에 고정했고, 2026년 7월 1인당 관광수입(약 1,250달러)은 그 기준(약 1,000달러)을 25% 상회하기 때문이다.

그림 14. 방한 외국인과 관광수입 전망



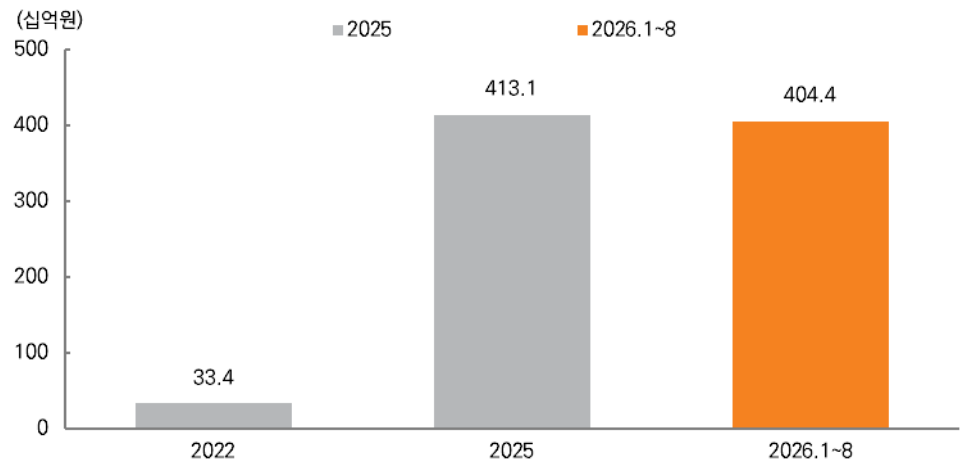
자료: 한국관광공사, 미래에셋증권 리서치센터

환율이 손익에 들어오는 경로도 백화점은 면세점과 다르다. 면세점은 상품을 달러로 팔되 국산 화장품 등 상당 부분을 원화로 매입하므로, 원화가 강해지면 적용환율을 내려 달러 가격을 올리거나(면세업계 적용환율 8월 1,500원→1,400원, 9월 1,400원→1,350원) 원화 환산 마진을 내줘야 한다. 백화점은 원화 가격을 그대로 두므로 원화 강세가 거래당 마진을 훼손하지 않고, 그 영향은 방한객 수와 1인당 지출이라는 수요 변수로만 들어온다. 앞서 본 대로 택스리펀드를 포함한 명품 실질 가격 격차가 8~14% 남아 있어, 그 수요 변수의 하방도 당장은 제한적이다.

결국 환율보다 큰 위험은 방한 수요 자체가 꺾이는 것이다. 방한객 증가가 재평가로 이어진 전례는 2014~16년에도 있었다. 당시 중국인 방한객 급증으로 리레이팅된 면세·화장품 업종은 2017년 사드 보복으로 방한 중국인이 48% 감소하자 밸류에이션 프리미엄을 반납했다. 그러나 이번 사이클은 소비 주체와 구매 방식, 그리고 국적 구성에서 그때와 다르다. 과거 한국 인바운드 매출은 사드 이전에는 단체관광객, 이후에는 타이공이 면세점에서 일으킨 대량구매였고, 송객수수료를 수반하는 고비용 구조였다면, 지금은 개별관광객이 백화점·편의점·지방 관광거점으로 직접 유입되는 저비용 트래픽이 중심이다.

타이공 거래의 매출 기여는 2023년 업계 수수료 인하, 2024년 대량판매 규제, 2025년 롯데의 거래 중단을 거치며 세 차례 축소됐고(면세 외국인 객단가 2023년 184만원→1H26 75만원), 그 사이 개별 관광객의 소비는 면세점 밖으로 확산됐다. 방한객 1인당 면세점 외국인 매출은 2023년 100만원에서 2026년 1~8월 44만원으로 줄어든 반면, 외국인 관광객의 사후면세 환급액은 2022년 334억원에서 2025년 4,131억원으로 늘었고 2026년에는 8월까지 4,044억원으로 이미 전년 연간의 98%에 달했다.

그림 15. 외국인 관광객 사후면세 환금액



자료: 한국관광공사, 미래에셋증권 리서치센터

즉 백화점 외국인 매출은 타이공 축소와 무관하게, 대량구매에서 개별 관광객 소비로 옮겨간 이 흐름 위에서 형성된 수요다. 국적 구성도 그때와 다르다. 2017년 전체 방한객이 22.7% 줄어든 것은 2016년 방한객의 47%가 중국인이었기 때문이다. 2026년 1~9월 이 비중은 32%로, 일본·대만·미국이 성장을 나눠 맡고 있다. 신세계백화점 외국인 고객 중 중국인 비중(고객 국적 조사 기준)도 2019년 77.5%에서 2026년 상반기 48.5%로 낮아졌다. 같은 충격이 재발해도 전체 수요에 미치는 영향은 과거보다 작을 것으로 판단한다.

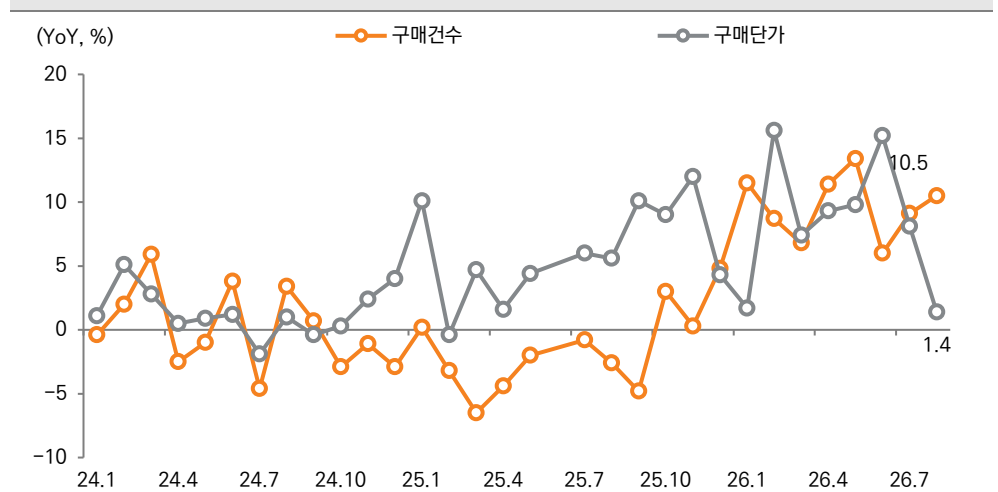
두 변화가 백화점 실적에 어떻게 작용하는지는 일본이 먼저 보여줬다. 2019년 일본 백화점 면세 매출은 중국인의 화장품 대량구매로 소모품과 일반물품이 절반씩이었으나, 2023년 이후에는 명품 중심의 일반물품이 9할을 차지한 채 2023년 10월 383억엔으로 2019년 4월의 월간 최고치를 넘어섰다. 대량구매가 빠진 자리를 개별 관광객의 고액 소비가 더 크게 채운 것이다.

국적 분산의 효과도 2025년 11월 이후 확인됐다. 일본 총리의 대만 발언에 중국이 방일 자제를 요청하면서 12월 방일 중국인은 45% 줄었고, 백화점의 중국인 구매객수는 이후 2026년 8월까지 25~50% 감소한 상태가 이어졌다. 그러나 백화점 면세 매출은 12월 -17%, 1월 -19%를 저점으로 3월 플러스로 돌아선 뒤 4~7월 17~30% 증가했고, 전체 매출도 1월부터 8개월 연속 늘었다. 대만·홍콩·한국·동남아 수요가 빈자리를 메우고 엔저와 명품 가격 인상으로 구매객당 단가가 20~30% 오른 결과다. 소비 주체가 개별 관광객으로 분산된 뒤에는 단일 국가의 충격이 채널 전체의 성장을 멈추지 못한다는 뜻이다.

수익화: 외국인 매출이 이익이 되는 경로

달라진 인바운드의 투자 가치는 객단가 개선으로부터 나온다. 내국인 소비가 온라인으로 이동하는 환경에서도 외국인은 신규 방문객을 추가하는 동시에 명품·패션·화장품 중심의 소비로 평균 구매단가를 높인다. 신세계의 외국인 객단가는 내국인의 약 2배, 현대백화점은 44만 원으로 전체 평균(12만 원)의 3배를 웃돈다. 특히 중국인 1인당 쇼핑 지출은 외국인 평균의 약 2배이고, 외국인 백화점 소비에서의 명품 비중 또한 50~60%로 내국인(30~40%)을 크게 상회한다. 질적 확장도 진행 중이다. 외국인 매출이 명품을 넘어 패션 등 일반 카테고리도 번지고 있으며, 이는 과거 명품 사이클과 구분되는 수요 기반의 확장이다. 3사의 대응도 일회성 수요를 반복 수요로 바꾸는 방향으로 수렴한다. 롯데는 교통카드 기능을 결합한 외국인 전용 투어리스트 멤버십을 10만 장 넘게 발급했고, 현대백화점은 재방문 고객 증가에 맞춰 외국인 VIP 시스템과 픽업 서비스 제휴망을 구축중이며, 신세계는 외국인 매출 연 1조원을 목표로 제시했다.

그림 16. 백화점 오프라인 구매건수 vs 구매단가 (YoY %)



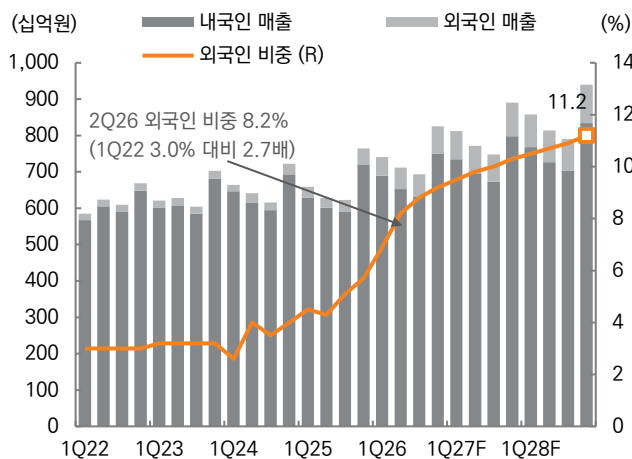
자료: 산업통상부, 미래에셋증권 리서치센터

수익성 측면에서도 외국인 매출에는 비용 측 우위가 실재한다. 내국인 VIP에 적용되는 세일리지(통상 10% 할인)가 외국인에게는 거의 적용되지 않고, 텍스리펀드 환급이 실질 수수료율을 보전한다. 외국인 구매의 명품 비중(50~60%)이 내국인을 웃돌아 매출총이익률은 오히려 낮아질 수 있지만, 이익 기여는 마진율이 아니라 레버리지에서 나오기 때문에 순증트래픽이 총이익 절대액을 키우고 매출 성장이 고정비를 희석시킨다.

신세계의 외국인 매출 비중은 과거 상승 속도를 기준으로 전망했다. 동사 비중은 1Q24 2.6%에서 2Q26 8.2%까지 9개 분기 동안 분기 평균 0.62%p씩 올랐다. 당사 전망은 기저효과 소멸을 반영해 상승 폭을 분기 평균 0.3%p로 낮췄으며, 이 보수적 경로로도 4Q26F 9.2%, 4Q27F 10.3%, 4Q28F 11.2%에 도달한다. 외국인 매출액(거래액 기준)은 2024년 4,484억 원에서 2026F 약 1조 2,500억 원으로 2년 만에 약 2.8배가 되고, 2026~2028년 내국인 매출은 연 4.5~7.2% 성장에 그친다. 백화점 성장의 무게중심이 외국인 매출로 이동하고 있다는 뜻이다.

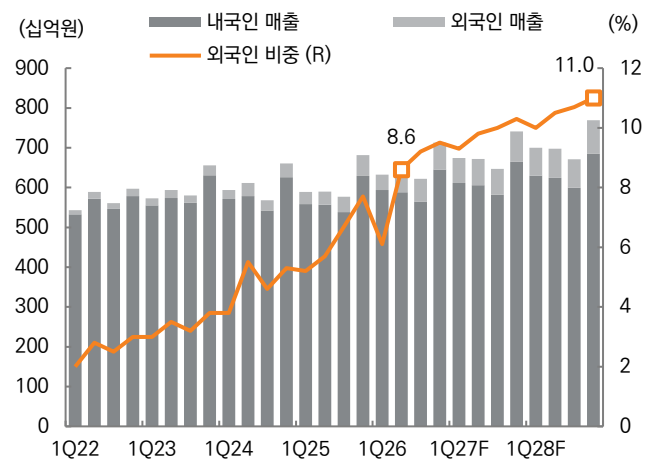
현대백화점의 경로는 기율기에서 신세계를 따라잡고 있다. 전점 비중은 2025년 연 6.4%에서 2Q26 8.6%로 올라섰고, 7월 단월로는 9.0%다. 명동 상권이 없어 자연 유입은 제한적이지만, '성수동의 인도어 버전'으로 소비되는 더현대 서울과 무역점이 목적성 방문을 흡수해 두 점포의 외국인 비중은 작년 17%에서 올해 20%로 올랐고, J.프론트의 전점 비중(16.6%)을 이미 넘어섰다.

그림 17. 신세계 내·외국인 매출과 외국인 비중 전망



자료: 신세계, 미래에셋증권 리서치센터

그림 18. 현대백화점 내·외국인 매출과 외국인 비중 전망



자료: 현대백화점, 미래에셋증권 리서치센터

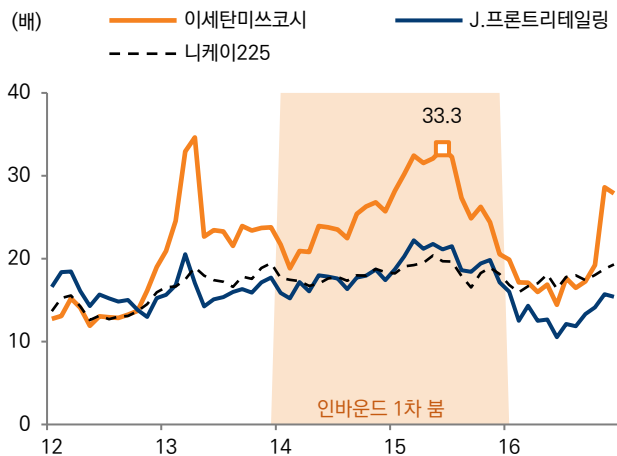
외국인 매출은 이익으로 바로 이어진다. 백화점 외국인 순매출은 2025년부터 2028년까지 신세계가 1,320억원에서 3,685억원, 현대백화점이 1,554억원에서 2,997억원으로 늘어난다. 외국인 매출 비중은 8% 안팎이지만 2026F 대비 2028F 백화점 순매출 증분에서 외국인이 차지하는 몫은 신세계 28%, 현대백화점 36%로 비중의 3~4배다. 같은 기간 백화점 부문 영업이익은 신세계가 연평균 약 19%, 현대백화점이 약 6% 늘고, 현대백화점은 여기에 지누스 손실 축소와 면세가 더해진다. 인바운드는 내국인 성장이 정상화되는 구간에서 백화점 성장률의 하단을 받치는 가장 빠른 변수다.

배수로 다시 본 일본: 프리미엄은 잠시, 이익은 남았다

한국의 EPS가 연평균 18~19% 늘어나는 동안 배수는 어떻게 움직일까: 앞서 본 일본의 두 사이클을 배수로 다시 보면, 이익이 먼저 늘었고 배수가 뒤따랐다. 이세탄미쓰코시의 12개월 선행 P/E는 2013년 평균 24.9배에서 2015년 28.6배로 15% 높아져 2015년 6월에는 33.3배에 이르렀다. J.프론트리테일링의 P/E는 16.5배에서 20.0배로 21% 높아졌다. 같은 기간 니케이225 P/E는 17.7배에서 18.8배로 6% 오르는 데 그쳤고, 인바운드 노출이 낮은 다카시마야는 18.1배에서 17.0배로 오히려 낮아졌다. 니케이 대비 상대 P/E로 보면 이세탄은 2013년 1.40배에서 2015년 1.52배로 올랐고, 2015년 6월에는 1.69배까지 높아졌다.

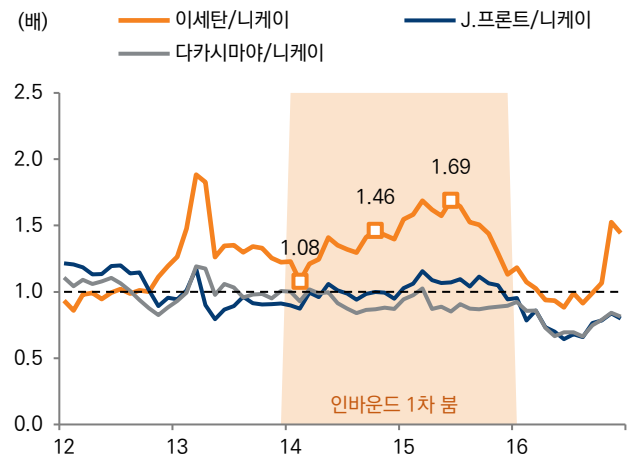
재평가의 시점도 인바운드 이벤트와 겹친다. 이세탄의 니케이 대비 상대 P/E는 2014년 2월 1.08배에서 면세 대상이 소모품까지 확대된 2014년 10월 1.46배, 방일 중국인이 전년의 두 배 가까이 늘며 대량구매가 정점을 찍은 2015년 3월 1.69배에 이르렀고, 6월까지 이 수준을 유지했다. 같은 기간 인바운드 노출이 낮은 다카시마야의 상대 P/E는 0.9~1.0배에 머물렀다.

그림 19. 이세탄·J.프론트 12MF P/E (2012~2016)



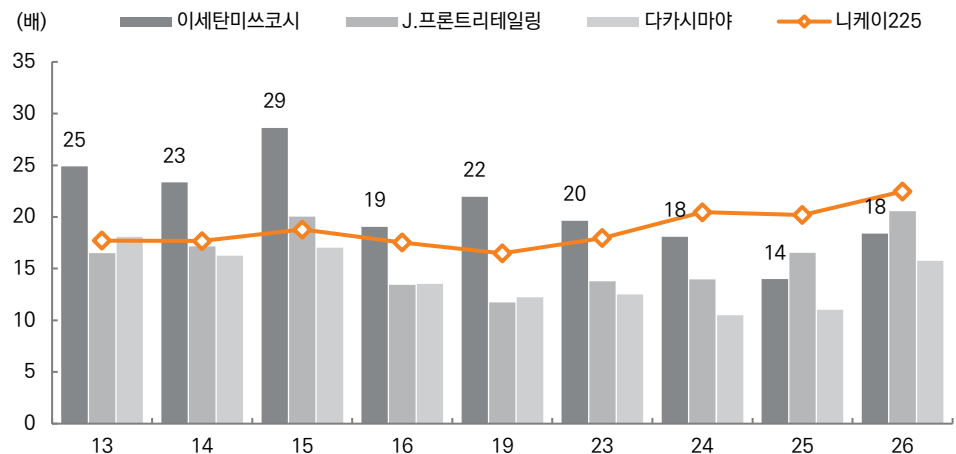
자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

그림 20. 니케이 대비 상대 P/E (2012~2016)



자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

그림 21. 연평균 12MF P/E: 기준 → 붐 → 소멸 → 2차 사이클



자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

표 6. 일본 백화점 사이클별 분해- 시장 베타 vs 인바운드 알파

구분	1차 붐 2013→2015	반납 2015→2016	2차 2023→2026(1~9월)	해석
니케이225 P/E	17.7→18.8 (+6%)	18.8→17.5 (-7%)	18.0→22.5 (+25%)	시장 베타 — 지수 전체의 배수 변화
이세탄 P/E	24.9→28.6 (+15%)	28.6→19.0 (-34%)	19.6→18.4 (-6%)	시장 베타 + 인바운드 알파. 2차엔 알파 없음
이세탄 상대 P/E (vs 니케이)	1.40→1.52 (+9%, 정점 월 1.69)	1.52→1.08 (-29%)	1.10→0.82 (-25%)	알파 = 시장 초과 재평가. 붐 연도에만 생기고 이듬해 반납
이세탄 EPS (엔)	27.1→34.0 (+25%)	34.0→31.1 (-9%)	39.7→87.9 (+121%)	붐이 남긴 것. 2차엔 배수 대신 EPS로 보상
J.프론트 P/E	16.5→20.0 (+21%)	20.0→13.4 (-33%)	13.8→20.6 (+49%)	비중 공시 피어 — 1차 정점에 전점 외국인 비중 16.6% 도달. 2차 상승은 2023년 저점에서의 회복
다카시마야 P/E	18.1→17.0 (-6%)	17.0→13.5 (-21%)	12.5→15.7 (+26%)	대조군 — 1차 붐에 무반응, 2차엔 시장과 동행
이세탄/다카시마야	1.37→1.68 (+23%)	1.68→1.40 (-17%)	1.58→1.17 (-26%)	업종 내 격차 — 붐 때 벌어졌다 붐 전으로 복귀

주: 증감률은 연평균 간 비교. 본문의 이세탄 EPS 2.8배·주가 2.3배는 2023년 1월→2026년 9월 월별 기준. 2015년 정점 월(6월) 이세탄 P/E 33.3배, 상대 1.69배. 12개월 선행 P/E = 주가 ÷ 12개월 블렌디드 선행 컨센서스 EPS(Bloomberg BEst, 1BF), 지수 포함 동일 기준. EPS는 주식분할 소급 조정. 이세탄 P/E 연평균 2025년 14.0배,

니케이 대비 상대 P/E 2019년 1.34배

자료: 미래에셋증권 리서치센터

정점에 반영됐던 대량구매 초과분이 빠지고 2016년 엔화가 120엔대에서 100엔대로 절상되자 배수는 붐 이전 아래로 내려갔다. 2016년 이세탄 19.0배, J.프론트 13.4배, 다카시마야 13.5배로 붐 이전(2013년) 대비 각각 24%, 19%, 25% 낮아졌고, 이세탄의 다카시마야 대비 배수도 붐 연도 1.68배에서 붐 이전과 비슷한 1.40배로 돌아왔다. 2015년의 배수 확장은 이익 급증에 시장이 일시적으로 지불한 프리미엄이었고, 붐이 남긴 것은 배수가 아니라 앞서 본 높아진 이익 수준이었다. 배수가 얼마나 유지되는지는 그 이익이 얼마나 지속되는지가 결정한다.

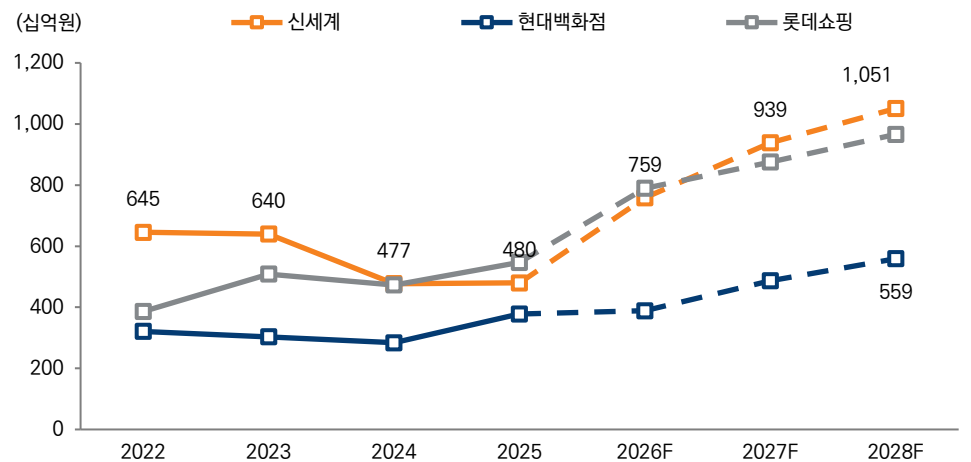
두 번째 사이클도 같은 결론을 준다. 이세탄의 P/E는 2023년 19.6배에서 2025년 14.0배로 낮아졌다가 2026년 18.4배로 회복했지만 니케이 대비로는 0.8배(2019년 1.3배)다. 이익이 크게 늘어나는 동안에도 시장은 배수 프리미엄이 아니라 이익으로 보상했다. 따라서 국내 목표배수는 일본의 절대 수준을 대입하기보다 각 사의 과거 평가 수준과 향후 이익의 지속성을 기준으로 정할 필요가 있다. 일본은 이미 시장보다 높은 배수에서 더 올랐다가 반납했지만, 한국 백화점은 평균을 밑도는 배수에서 출발한다. 9월 말 12개월 선행 P/E(컨센서스 기준)는 신세계 6.9배, 현대백화점 6.0배로 10년 평균(9.0배, 7.2배)을 밑돌며, 이는 이익 개선이 확인될 경우 저평가가 완화된 여지가 있음을 보여준다. 당사는 두 회사 모두 중국 단체관광객 무비자 시행을 인바운드 확대 국면의 정책적 기준점으로 잡고, 시행 후 첫 12개월(2025년 10월~2026년 9월)의 일회성 손익을 조정한 선행 P/E 평균(신세계 8.4배, 현대백화점 9.0배)을 목표배수로 적용했다.

수혜 기업: 신세계와 현대백화점

당사는 신세계와 현대백화점의 외국인 매출 비중이 2026년 하반기 9% 수준으로 높아지면 서, 인바운드가 백화점의 이익 성장을 받치고, 그 이익이 배수 회복으로 이어질 것으로 판 단한다. 핵심은 늘어난 외국인 소비가 기존 핵심 점포의 추가 매출로 연결된다는 점이다. 명품 중심의 소비는 매출총이익률 상승을 제한할 수 있으나, 추가 매출에 수반되는 비용 증 가가 제한되면 총이익 절대액 증가와 고정비 회석을 통해 영업이익이 확대된다. 방한객 증 가세가 둔화되더라도 백화점으로서의 소비 유입과 외국인 매출 비중 상승이 이어진다면 기존 점포의 증익은 지속될 수 있다.

이러한 관점에서 신세계와 현대백화점을 인바운드 확대의 주요 수혜 기업으로 제시한다. 신 세계는 본점과 센텀시티를 중심으로 외국인 소비 유입이 확대되고 있으며, 현대백화점은 더 현대 서울과 무역점이 목적성 방문 수요를 흡수하고 있다. 핵심 점포에서 확인된 외국인 소 비 확대가 전사 실적에 반영되면서, 두 회사는 내수 소비에 의존하던 성장의 범위를 넓혀갈 전망이다. 외국인 매출 비중 상승이 기존 점포의 이익 증가로 이어지며 2028년까지 증익을 뒷받침하고, 그 이익이 배수 회복의 근거가 될 것으로 판단한다.

그림 22. 백화점 3사 연결 연간 영업이익 추이



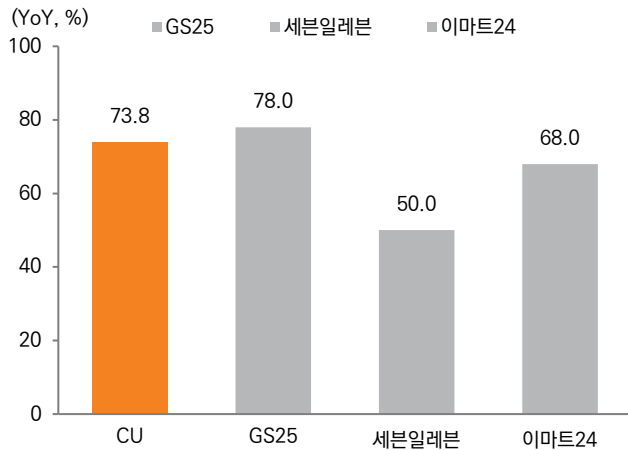
자료: 각 사, 미래에셋증권 리서치센터

주: 연결 기준(할인점·하이마트·지누스 등 포함)

편의점: 인바운드의 다음 수혜처

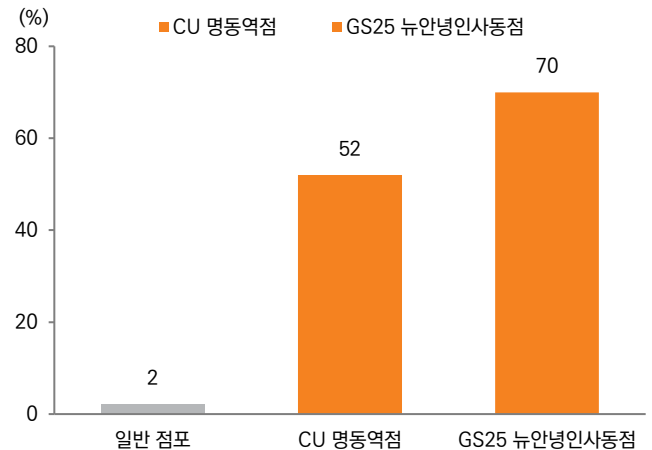
인바운드 확산은 프리미엄 채널을 넘어 전국 상권으로 번지고 있다. 관광객이 서울 핵심 상권에 머무르지 않고 지방까지 고르게 이동하면서, 전국에 점포망을 보유한 편의점이 백화점에 이은 두 번째 수혜 채널로 부상하고 있다. BGF리테일의 2Q26 외국인 매출은 전년 대비 60% 증가해 동일점 성장의 20% 이상에 기여했다.

그림 23. 1~5월 편의점 외국인 결제액 증가율



자료: 서울경제(2026.6.22), 미래에셋증권 리서치센터

그림 24. 관광 상권 점포는 외국인 매출이 절반을 넘는다



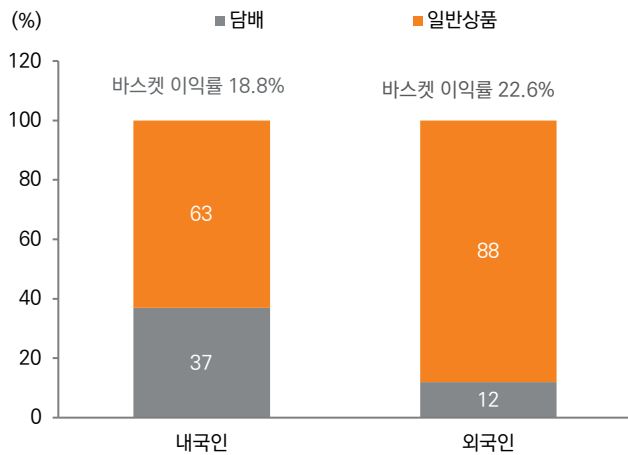
자료: 데일리안(2026.7), 미래에셋증권 리서치센터

수익화 방식은 백화점과 다르다. 백화점이 명품 중심의 고액 소비로 객단가를 끌어올린다면, 편의점은 객수와 상품 믹스로 이익을 만든다. BGF의 2분기 동일점 성장률 4.2%는 객수 3.0%와 객단가 1.2%로 분해되며, 성장의 대부분이 방문 횟수에서 나왔다.

외국인 객수 증가는 상품 믹스에도 같은 방향으로 작용한다. 담배는 제조사 공급 조건상 매출총이익률이 9% 안팎으로 고정된 품목이라 매출 규모는 커져 이익 기여가 제한적인 반면, 일반상품의 매출총이익률은 20% 중반이다. 외국인 구매에서 담배가 차지하는 비중은 10% 초반으로 내국인(37%)의 3분의 1에 그치기 때문에, 외국인 객수가 늘수록 저마진 담배 비중이 희석되고 고마진 일반상품 비중이 올라간다. 실제로 이러한 상품 믹스 개선의 결과로 인해 2분기 음료 매출은 13.6%, 아이스크림은 30.6% 늘었고, 매출총이익률은 전년 대비 0.4%p 오른 19.1%로 상장 이후 최고치를 기록했다.

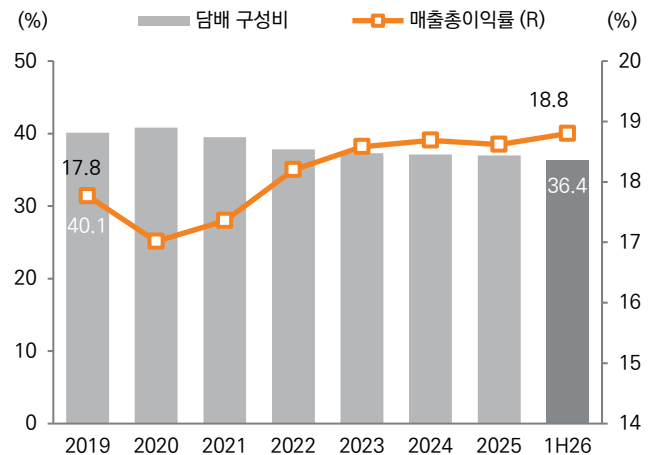
객수와 마진이 동시에 오르면서 영업 레버리지가 발생한다. BGF의 1분기 매출은 5% 늘어난 반면 영업이익은 69% 증가했고, 2분기에도 매출 6% 성장에 영업이익이 22% 늘었다. 백화점에서 순매출 13.2% 증가에 영업이익 53.5% 증가가 나타난 것과 같은 구조이며, 유입 경로만 다를 뿐 기존 자산에 추가 트래픽이 없으면서 고정비가 희석되는 원리는 동일하다.

그림 25. 외국인 바스켓은 담배가 적어 이익률이 약 4%p 높다



자료: 서울경제(2026.6.22), 미래에셋증권 리서치센터
 주: 이익률은 당사 추정(담배 9%, 일반상품 24.5%)

그림 26. BGF리테일: 담배 비중이 내려갈수록 매출총이익률 상승



자료: BGF리테일, 미래에셋증권 리서치센터

집계에 잡히지 않는 부분도 있다. 재무 기준으로 파악되는 외국인 매출 비중은 2.2%이나 회사가 실제로 인식하는 수준은 3% 내외이며, 이 차이는 외국인 결제의 약 30%가 현금으로 이뤄지는 데서 발생한다. 공시 숫자가 실제 기여도를 다소 과소평가하고 있을 가능성이 있다.

채널의 우위는 추가 투자가 필요하지 않다는 점에 있다. 백화점이 핵심 점포의 외국인 전용 라운지와 멤버십으로 대응하는 것과 달리, 편의점은 이미 전국에 깔린 점포망으로 유입되는 트래픽을 받는다. 인바운드가 지방으로 확산될수록 점포망 자체가 수혜 자산이 되는 구조다. BGF리테일이 하반기 전략으로 관광객과 거주외국인을 나눈 이원화 접근을 제시한 것도 이 수요를 일시적 현상이 아니라 반복 수요로 보고 있음을 시사한다.

다만 절대 수준은 아직 낮다. GS와 BGF리테일의 외국인 매출 비중은 아직 신규 고객층 정도로 인식되는 2~3% 수준으로 백화점 3사(7~8%)의 절반에 못 미친다. 이는 뒤집어 보면 침투 여력이 그만큼 남아 있다는 뜻이다. BGF리테일의 외국인 매출은 2Q26에만 60% 늘어난 가운데, 2026년 1~9월 방한 외국인은 전년 동기 대비 21.5% 증가했지만 외국인 카드 소비액은 15.9조원으로 47.7% 확대됐다. 방한객 1인당 카드 소비액 역시 약 22% 늘어나, 최근 인바운드 소비가 관광객 수 이상의 속도로 확대되고 있음을 보여준다.

따라서 향후 외국인 매출 비중의 상승을 결정하는 것은 방한객 수보다 관광객 1인당 편의점 지출, 즉 채널 침투율이다. 당사 방한객 전망은 2026년 +20.5% 이후 2027년 +4.9%, 2028년 +3.6%로 점차 정상화되는 반면, 현재 실제 데이터에서는 외국인 소비가 방한객보다 빠르게 증가하고 있다. 향후 방한객 증가세가 둔화되더라도 외국인의 편의점 이용 빈도와 상품 구매가 추가로 확대된다면 외국인 매출은 방한객 증가율을 상회하는 성장을 이어갈 수 있다. 2분기 외국인 매출 성장률(+60%)이 얼마나 빠르게 감속하는지에 따라 침투율 3~4% 도달 시점은 2027년에서 2029년까지 벌어지며, 이 침투 속도가 편의점 채널 증익의 시점을 결정한다.

투자포인트 2. AI에이전트: 높아지는 고객 접점과 오프라인 경험의 가치

구매 여정의 입구가 검색에서 AI 에이전트로 이동하고 있다. 이는 유통 양극화를 더욱 가속하고, 나아가 양극화된 유통 구조를 고착시킬 가능성이 높다. AI가 대신 사주는 소비의 조건은 반복적이고, 저관여이며, 스펙 비교가 가능한 것이다. 이는 생필품·CPG 등 가격과 배송 효율이 핵심인 카테고리라 겹친다. 반대로 AI가 대체하지 못하는 소비는 경험재다. 에이전트 커머스는 온라인에서 물류 주도권 싸움을, 오프라인에서 공간 가치의 재정의의 동시 일어나고 있다. 중간 포맷이 잃는 것은 이제 트래픽이 아니라 존재다. 에이전트의 추천 목록에 오르지 못하는 순간 소비자는 그 브랜드를 볼 기회조차 갖지 못한다.

AI를 활용한 구매 확대는 소비자 조사와 거래 데이터에서도 확인된다. 2025년 12월 AlphaWise 조사 기반 분석에 따르면, 조사 당시 직전 한 달간 AI를 활용해 구매한 미국인의 비중은 약 23%로 추산됐다. 아직 쇼핑 전용 기능의 이용률은 범용 LLM 이용률보다 낮지만, 이는 침투가 없다는 의미가 아니라 구매 습관이 탐색 단계에서 거래 단계로 이동하는 초기 구간임을 의미한다.

Salesforce 집계로 2025년 사이버위크에는 AI가 추천·상담 등을 통해 글로벌 주문의 20%에 관여했으며, 관련 매출은 670억 달러를 기록했다. Adobe Analytics에 따르면 미국 AI발 리테일 트래픽은 1Q26 전년 대비 393% 늘었고, 2025년 12월 정점은 1,151%, 직전 홀리데이 시즌은 693%였다. 2025년 3월만 해도 AI 경유 방문객은 유료검색·이메일 등 비AI 채널 대비 38% 낮은 전환율을 보였으나, 2026년 3월에는 42% 높은 전환율로 뒤집혔다. 방문당 매출도 2025년 3월에는 비AI 유입이 AI 유입보다 128% 높았지만, 2026년 3월에는 AI 유입이 비AI 유입보다 37% 높아졌다. 체류시간은 48%, 페이지뷰는 13% 앞섰다.

그림 27. AI 경유 트래픽: 전환율·방문당 매출 격차 역전

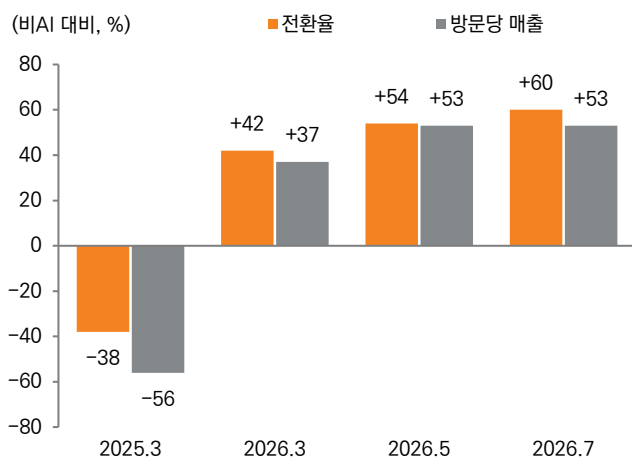
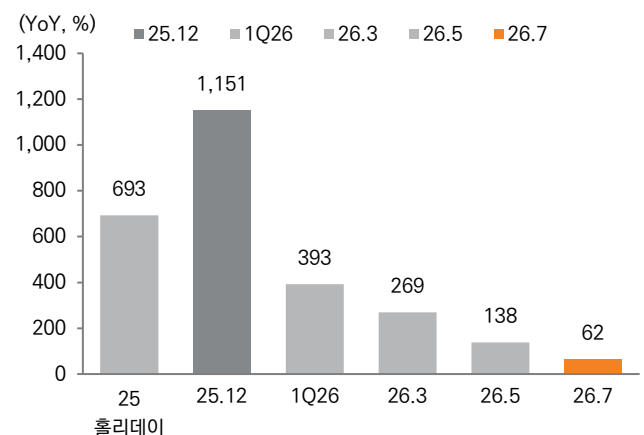


그림 28. AI 경유 리테일 트래픽 증가율



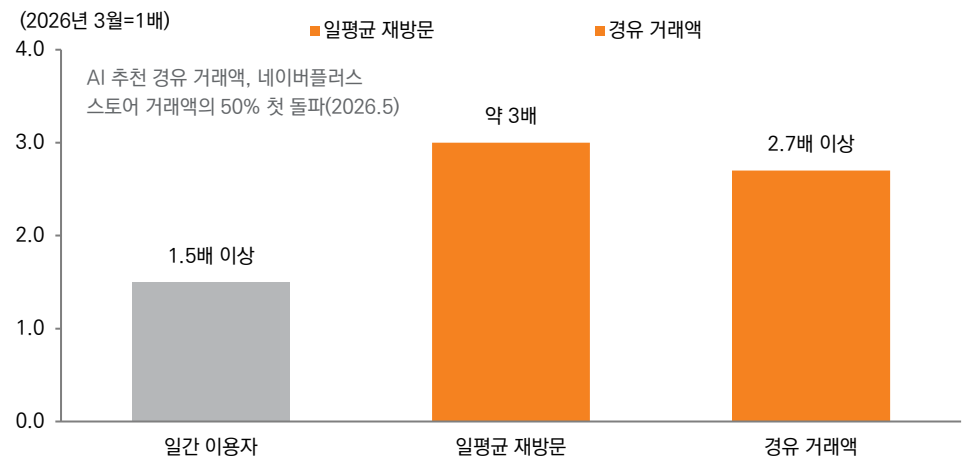
자료: Adobe Analytics, 미래에셋증권 리서치센터
주: 비AI 채널 대비 격차. 2025년 3월 방문당 매출은 AI 기준으로 환산

자료: Adobe Analytics, 미래에셋증권 리서치센터

2026년 5월 기준으로는 전환율 격차가 54%, 방문당 매출 격차가 53%로 더 벌어졌고, 체류시간과 페이지뷰 격차도 각각 53%, 23%로 커졌다. AI 커머스의 초기 가치는 완전한 자동 구매보다 탐색과 비교 비용을 줄이고 구매 효율을 높이는 데서 먼저 나타나고 있다. 위 지표는 AI를 활용한 탐색과 구매 유입의 확산을 보여주며, 상품 선택부터 결제까지 맡기는 완전위임형의 침투율과는 구분된다. 다만 결제 단계로의 이동도 시작됐다. 2026년 9월 메타가 브라우저를 직접 조작하고 결제까지 수행하는 개인 에이전트 Muse를 미국에서 출시 하면서, 범용 AI 사업자가 탐색을 넘어 구매 이행 단계에 직접 진입했다.

같은 변화는 한국에서 더 빠르게 나타날 가능성이 높다. 온라인 침투율(59.0%)이 세계 최고 수준이고, 단일 언어와 고밀도 배송망, 간편결제 보급이 에이전트의 구매 이행 비용을 낮추기 때문이다. 당장 1분기 네이버 스마트스토어 거래액은 이미 전체 이커머스 평균(9.2%)을 상회하는 14% 성장을 기록했으며, 네이버 AI 쇼핑 에이전트는 베타 출시 3개월 만에 재방문 이용자가 180% 늘고 경유 거래액이 두 배가 됐다. 이용자의 70% 이상이 15자 이상의 긴 질의를 입력한다.

그림 29. 네이버 AI 쇼핑 에이전트: 3개월 만에 재방문 3배



자료: 네이버(2026.7.1), 미래에셋증권 리서치센터
주: 2026년 3월 = 1배

침투율: 2030년 온라인 거래의 9.7%, 36조원

에이전트 커머스는 소비자가 최종 결제를 승인하는 보조형과, 지시 이후 상품 선택부터 결제까지 에이전트가 완결하는 완전위임형으로 나뉜다. 침투의 규모보다 형태가 먼저 정해지며, 초기 완전위임은 반복적이고 관여도가 낮으며 오류 비용이 작은 상품군에 집중될 전망이다. 당사는 상품의 표준화 정도, 규격·취향 판단의 필요성, 반복 구매 가능성을 기준으로 상품군별 오류 비용을 낮음·중간·높음으로 구분하고, 해외 온라인 반품률 참고 범위를 이 판단의 보조 근거로 활용했다. 국내 상품군별 월 거래액 변동계수는 수요의 계절성과 안정성을 살피는 보조지표로 활용했다. 이를 바탕으로 2030년 완전위임률은 오류 비용이 낮은 음식·식료품과 생활용품 등에서 10%, 중간인 가전·화장품 등에서 7%, 높은 의복·가구 등에서 3%를 적용했다.

표 7. 카테고리별 오류 비용, 완전위임률과 침투율 기여도

상품군	2025 거래액 비중	월 변동계수	온라인 반품률 참고 범위	선택 오류의 주요 요인	오류 비용 (당사 판단)	2030F 완전위임률	기여도 (%p)
음·식료품	13.84%	0.058	—	반복 구매·소모재	낮음	10%	1.38
생활용품	7.30%	0.046	—	반복 구매·소모재	낮음	10%	0.73
농축수산물	5.32%	0.113	—	반복 구매·소모재	낮음	10%	0.53
애완용품	1.08%	0.037	—	반복 구매·소모재	낮음	10%	0.11
서적	0.94%	0.146	—	표준 SKU	낮음	10%	0.09
사무·문구	0.78%	0.139	—	표준 SKU	낮음	10%	0.08
10% 적용 소계	29.25%	—	—	—	—	—	2.93
가전·전자·통신기기	8.37%	0.079	8~15%	사양·설치 조건 확인	중간	7%	0.59
화장품	5.04%	0.031	4~12%	취향·피부 적합성 판단	중간	7%	0.35
컴퓨터 및 주변기기	3.10%	0.118	8~15% (전자제품 준용)	사양·호환성 확인	중간	7%	0.22
스포츠·레저용품	2.04%	0.118	—	용도·규격 확인	중간	7%	0.14
아동·유아용품	1.99%	0.08	—	연령·용도 적합성 확인	중간	7%	0.14
7% 적용 소계	20.55%	—	—	—	—	—	1.44
의복	8.31%	0.165	20~40%	사이즈·착용감 판단	높음	3%	0.25
자동차 및 자동차용품	2.77%	0.293	—	부품 적합성 확인	높음	3%	0.08
가구	2.08%	0.051	—	설치·규격 판단	높음	3%	0.06
패션용품·액세서리	1.60%	0.08	—	취향·스타일 판단	높음	3%	0.05
신발	1.34%	0.126	17~30%	사이즈·착화감 판단	높음	3%	0.04
가방	0.89%	0.057	—	취향·용도 판단	높음	3%	0.03
3% 적용 소계	16.98%	—	—	—	—	—	0.51
합계(재화 17개)	66.78%	—	—	—	—	—	4.87

자료: KOSIS, Richpanel, 미래에셋증권 리서치센터

주 1: 월 변동계수는 2025년 1~12월 상품군별 온라인쇼핑 거래액의 표준편차를 월평균으로 나눈 값으로, KOSIS 원자료로 산출했다. 값이 낮을수록 월별 수요가 안정적이다.

주 2: 온라인 반품률 참고 범위는 Richpanel(2026)이 복수의 해외 자료를 종합한 값으로, 동일 조사에서 산출한 비교치는 아니다. 국내 상품군과 대응되는 일부 범위를 참고했으며, 컴퓨터 및 주변기기는 전자제품 범위를 준용했다. '—'는 본 표에 참고 범위를 제시하지 않았다는 뜻이다.

주 3: 오류 비용 등급은 반품률 참고 범위, 상품의 표준화 정도, 규격·취향 판단의 필요성, 반복 구매 가능성을 종합한 당사 판단이며, 완전위임률 10%·7%·3%는 각각 낮음·중간·높음 등급에 대응하는 당사 가정이다. 기여도는 해당 위임률과 온라인 거래액 비중의 곱이다.

주 4: 컴퓨터 및 주변기기는 4월 거래액이 전월 대비 2024년 -17.3%, 2025년 -17.7% 감소해 신학기 수요의 계절성을 보이지만, 연간 변동계수는 0.118로 스포츠·레저용품과 같은 수준이다. 표준화된 사양 비교가 가능하다는 점을 함께 고려해 오류 비용을 중간 등급으로 분류했다.

주 5: 통계청 상품군 중 재화 17개(온라인 거래액의 66.8%)를 포괄한다. 성격이 불분명한 기타 상품군(1.1%)과 여행·교통, 음식서비스, 문화·레저, e쿠폰 등 서비스군(32.2%)은 산출 범위에서 제외했다.

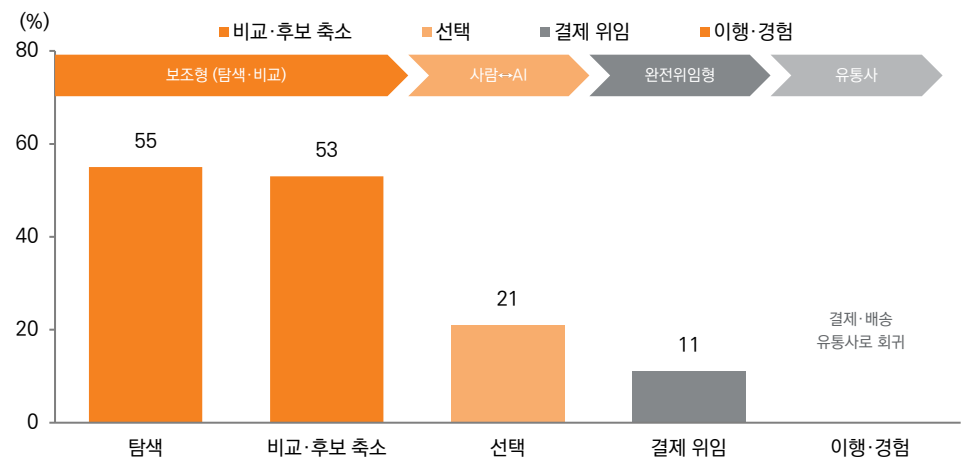
주 6: 보조형과 완전위임형은 최종 결제 수행 주체를 기준으로 중복 없이 구분한다.

당사 가정을 2025년 상품군별 거래액 비중으로 가정한 2030년 완전위임형 침투율은 전체 온라인 거래액의 4.87%다. 음·식료품 한 카테고리가 완전위임형 거래액의 28%를 차지한다는 점에서, 위임의 확산은 넓게 퍼지기보다 소수 대형 카테고리에서 먼저 일어난다. 산출 범위는 재화 상품군으로 한정했으며 여행·음식서비스 등 서비스군은 제외했다.

전체 침투율은 보조형과 완전위임형의 합이다. 보조형의 규모는 직접 산출할 수 없으므로 완전위임형 대비 상대 규모로 가늠한다. 탐색·비교의 오류는 비용 없이 고칠 수 있지만 구매의 오류는 비용으로 확정되므로, 소비자는 탐색과 비교를 먼저 위임하고 결제 승인권은 신뢰가 축적된 후에야 넘길 것으로 판단한다. 그 신뢰는 쌓이고 있다. 어도비 조사에서 AI를 예전보다 더 신뢰하게 됐다는 응답은 38%였다.

다만 결정 자체를 맡기려는 의향은 아직 낮다. 가트너의 2026년 1월 미국 소비자 조사에서 AI에 구매 결정을 맡기겠다는 응답은 저위험 카테고리에서도 최대 11%에 그친 반면, 선택지 축소를 맡기겠다는 응답은 생활용품 31%, 개인 전자기기 28%였다. 즉 현재 시점의 위임 의향은 보조형이 완전위임형을 크게 앞서고 있어, 초기 에이전트 커머스는 보조형이 주도할 것으로 본다. 장기적으로 신뢰가 쌓여 완전위임형이 확대되더라도 이 격차가 역전되기는 어렵기 때문에 보조형은 완전위임형 대비 최소한 대등한 규모를 형성할 것으로 판단한다.

그림 30. 구매 여정별 AI 위임 범위: 결제에 가까울수록 급감



자료: 가트너, 미래에셋증권 리서치센터

이를 반영해 보조형 배수를 완전위임형 대비 1.0배로 가정하고, 두 형태의 침투율을 합산해 2030년 전체 침투율을 9.7%로 전망한다. 2025년 국내 온라인쇼핑 거래액 274.9조원에 2025년 실적 성장률(약 6%)을 향후 5년에 적용하면 2030년 거래액은 약 368조원이며, 여기에 목표 침투율을 적용하면 에이전트 경유 거래액은 약 36조원으로 추정된다.

표 8. 연도별 AI 에이전트 침투 경로 및 경유 거래액

연도	온라인 거래액(조원)	침투율(%)	경유 거래액(조원)	침투율 4.87% 제한 시(조원)	마일스톤
2025	274.9	—	—	—	기준연도
2026	291.4	0.3	0.9	0.9	네이버 베타 출시, 실질 원년 진입
2027	308.9	2	6.2	6.2	수익화 원년, 카카오 파트너 연동
2028	327.4	5.5	18	15.9	무제한 무료배송·풀필먼트 효과
2029	347.1	7.8	27.1	16.9	외부 매체 연동 확장
2030	368	9.7	35.7	17.9	보조형·완전위임형 규모를 1:1로 가정

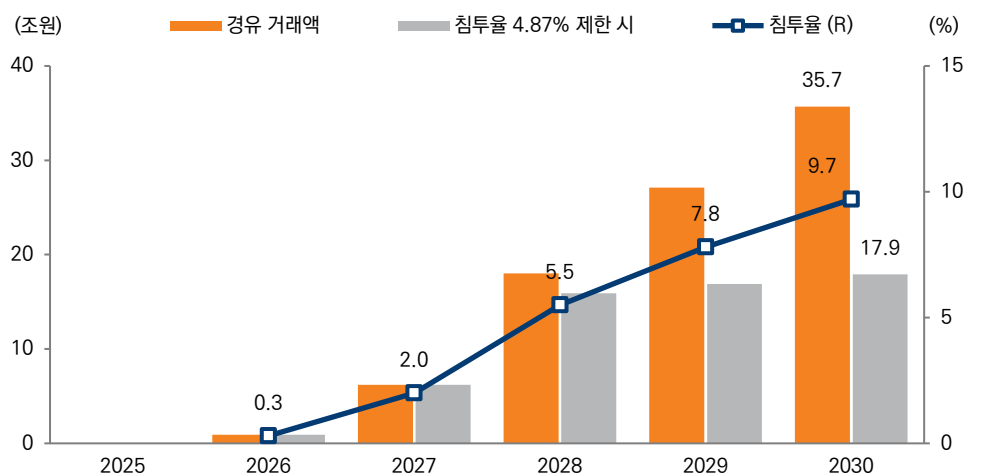
자료: 미래에셋증권 리서치센터

주: 비교 열은 각 연도의 기준 침투율과 4.87% 중 낮은 값을 적용한 기계적 비교치다. 향후 연도의 마일스톤은 당사 전망에 따른 전개와 시나리오 가정을 나타낸다.

이 추정을 흔들 변수는 상품군별 완전위임률의 실현 여부와 보조형이 실제로 완전위임형에 준하는 규모로 형성되는지다. 결제 위임은 신뢰의 문제라 초기 확산은 더디겠지만, 국내는 높은 온라인 침투율, 단일 언어, 간편결제 보급 등의 환경 덕분에 위임의 마찰이 낮아 반복 구매에서 임계점을 넘으면 빠르게 고착될 가능성이 높다. 완전위임형만 별도로 계산해도 2030년 경유 거래액은 약 18조원이다. 이는 보조형을 포함한 전체 전망과 구분되는 규모로, 반복 구매의 일부가 위임되는 것만으로도 상당한 거래액의 구매 경로가 바뀔 수 있음을 보여준다.

당사는 2026년 하반기를 국내 에이전트 커머스의 실질적 원년으로 판단하며, 침투율은 2027년 2%(약 6.2조원), 2028년 5.5%(약 18.0조원)를 지나 2030년 9.7%(약 36조원)까지 확대될 것으로 전망한다. 2030년 36조원의 에이전트 경유 거래가 형성되면, 이는 국내 오프라인 대형 유통 한 업체의 거래 규모에 해당하는 새로운 소비 관문이 형성된다는 의미다.

그림 31. AI 에이전트 침투율과 경유 거래액 전망



자료: 미래에셋증권 리서치센터

승부처: 온라인은 접점과 이행, 오프라인은 경험

관문이 AI로 이동한다고 해서 모든 유통업체가 같은 영향을 받는 것은 아니다. 승패는 결국 누가 소비자 접점을 직접 보유하느냐에 달려 있다. 소비자가 이름을 기억하고 직접 찾아가는 유통업체는 자체 트래픽과 거래 데이터를 갖고 있어, 에이전트가 확산돼도 로열티, 개인화, 리테일 미디어로 수익화 수단을 스스로 정한다. 반대로 검색이나 AI 플랫폼이 보내주는 트래픽에 의존하는 유통업체는 에이전트 시대에 노출 순위와 최저가, 배송 속도로 경쟁하게 되며 마진 압박을 받는다. 직접 고객 접점은 외부 유입 비용을 낮추고 거래 데이터의 수익화를 가능하게 한다. 이 고객 관계를 효율적으로 유지하는 사업자일수록 거래당 이익을 높일 수 있다. 자체 에이전트의 성과도 이를 뒷받침한다. 월마트는 자사 에이전트 Sparky 이용자의 평균 주문 금액이 비이용자보다 약 35% 높다고 밝혔다. 적극적인 고객이 먼저 이용하는 선택 효과를 감안해야 하지만, 자체 에이전트가 고가치 고객과의 접점으로 작동하고 있음을 보여준다. 직접 고객 접점은 마진 경쟁력의 핵심이며, 이익 풀은 규모와 차별화를 함께 갖춘 소수의 플랫폼에 집중될 것으로 판단한다.

이 갈림길은 미국에서 이미 현실화됐다. 퍼플렉시티에는 소송으로, 구글·OpenAI의 쇼핑 에이전트에는 크롤러 차단으로 대응해 온 아마존은 9월 20일 메타의 개인 AI 에이전트 Muse의 접근도 약관 위반을 근거로 차단했다. 반면 월마트·타깃·베스트바이 등은 ChatGPT 쇼핑·퍼플렉시티·코파일럿과 제휴하는 쪽을 택했고, 쇼피파이는 차단 다음 날인 9월 21일 전 가맹 스토어에 Shop Pay 기반 Muse 결제를 열겠다고 발표했다. 자체 트래픽과 직매입 물류를 갖춘 플랫폼은 외부 에이전트의 이행 백엔드가 되기를 거부할 수 있고, 그 선택권 자체가 직접 고객 접점의 가치다.

표 9. 미국 유통사의 외부 에이전트 대응 갈림길

기업	대응	사례·시점	시사점
아마존	차단	Muse 출시(9.8) 12일 만인 9.20 결제 차단. robots.txt로 GPTBot·ClaudeBot 등 약 100개 봇 차단, 약관 개정(8.14)으로 에이전트 자기식별 요구	자체 관문(Rufus)·광고 보유, 외부 에이전트의 이행 백엔드 거부
월마트	제휴, 결제·이행은 자사	ChatGPT 인스턴트 체크아웃(2025.10, 약 20만 SKU) 전환율이 자사의 1/3 → Sparky를 ChatGPT에 탑재하고 결제는 자사 사이트·앱. Muse 커넥터(9.23)	관문은 열되 장바구니·결제·이행 보유
베스트바이·갭·세포라 등	커넥터 제휴	Muse 공식 커넥터(9.23 Connect, 일부 미가동)	트래픽 확보 우선
쇼피파이	전면 개방	Muse 출시 첫날부터 전체 카탈로그 접근 허용, 9.21 전 스토어 Shop Pay 에이전트 결제 지원 선언	판매자 플랫폼은 이행 백엔드로 편입

자료: 각 사, Forbes, CNBC, 미래에셋증권 리서치센터

관문 사업자의 과금 방식도 유통 이익에 직접 영향을 준다. 과금은 소비자 구독, 거래 수수료, 광고의 세 갈래로 나타나고 있다. Muse는 무료 등급과 보도 기준 월 20·100달러의 소비자 구독으로 수익화하며 대화 데이터를 메타의 광고 시스템과 공유하지 않는다고 밝혔지만, 9월 23일 Connect 행사에서 거래당 소액 수수료 방침을 언급해 판매자 부담이 거론된다. 반대로 OpenAI는 판매자가 수수료를 내던 ChatGPT 내 결제(인스턴트 체크아웃)를 2026년 3월 축소하고 탐색과 광고에 집중하는 쪽으로 방향을 틀었으며, ChatGPT 광고는 8월 한국에도 출시됐다.

표 10. AI 관문 사업자의 과금 방식과 유통 이익에 미치는 영향

과금 방식	사례	유통 이익에 미치는 영향
소비자 구독	Muse: 무료 등급과 월 20·100달러 구독(보도 기준)	이익 풀을 직접 잠식하지 않으나, 최저가·최적 이행을 골라 차별화 없는 유통사의 가격 경쟁 심화
거래 수수료	Muse: Connect(9.23)에서 거래당 소액 수수료 방침 언급. 결제는 Stripe Link·Shop Pay·PayPal	거래액에 비례해 유통사 마진을 가져감
광고	OpenAI: 인스턴트 체크아웃 축소(2026.3) 후 탐색·광고 집중, ChatGPT 광고 한국 출시(2026.8). 아마존: Rufus 내 Sponsored·Brand Prompts 광고	추천 노출 유료화, 브랜드 광고 예산을 두고 유통사 리테일 미디어와 경쟁

자료: 각 사, 언론 보도, 미래에셋증권 리서치센터

구독형은 유통 이익 풀을 직접 잠식하지 않지만 소비자의 절약을 성과로 삼아 최저가와 최적 이행을 고르므로 차별화 없는 유통사의 가격 경쟁을 심화시키고, 수수료형은 거래액에 비례해 유통사 마진을 가져가며, 광고형은 추천 노출을 유료화해 브랜드 광고 예산을 두고 유통사의 리테일 미디어와 경쟁한다. 어느 형태의 에이전트가 국내 관문이 되는지, 그리고 유통사가 그 관문을 거치는지가 이익 배분을 가른다.

다만 관문이 거래 전체를 가져가지는 못하고 있다. 월마트는 인스턴트 체크아웃에 약 20만 개 상품을 올렸으나, ChatGPT 안에서 결제한 주문의 전환율이 자사 사이트로 넘겨 결제한 경우의 3분의 1에 그쳤다. 이는 추천 상품마다 결제가 따로 이뤄져 기존 장바구니와 합쳐지지 않고 배송도 여러 상자로 나뉘는 구조를 소비자가 꺼렸기 때문으로 분석되며, 월마트는 이후 Sparky를 ChatGPT 안에 넣어 결제는 자사 시스템에서 처리하는 방식으로 바꿨다. 탐색은 AI로 넘어가도 거래의 완결은 장바구니와 결제, 배송을 전 유통사 쪽으로 돌아온 셈이다.

따라서 온라인의 또 다른 승부처는 실물 이행이다. 직접 고객 접점이 거래당 이익을 지키는 조건이라면, 이행 능력은 에이전트가 어느 유통사에 주문을 넘길지를 정하는 조건이다. AI 에이전트가 주문처를 고르는 기준도 검색 키워드를 넘어 정형화된 상품 데이터, 실시간 재고, 배송 가능 여부로 확장되며, 노출을 실제 거래로 완결하는 이행 능력이 중요해진다. 상품, 재고, 배송 정보를 정확하게 연결하고 주문을 안정적으로 처리하는 플랫폼이 AI 추천과 거래 이행에서 우위를 확보할 가능성이 높다.

표 11. 직접 고객 접점 보유 vs 외부 관문 의존

구분	직접 고객 접점 보유	외부 관문 의존
트래픽 원천	자사 앱·멤버십, 반복 방문	검색·SNS·AI 에이전트 등 외부 관문
에이전트 시대 경쟁 기준	로열티, 개인화, 리테일 미디어	에이전트 노출 순위, 최저가, 배송 속도
수익화 수단	상품 마진 + 광고 + 멤버십 + 물류 대행	상품 마진(관문 수수료 차감)
외부 에이전트 대응	차단하거나, 제휴하되 결제는 자사 유지	제휴·개방 외 선택지 제한
이익 영향	월마트 Sparky 이용 고객의 평균 주문금액이 비이용 고객보다 약 35% 높음	거래 수수료·광고비로 마진 유출
사례	아마존(Muse 차단), 월마트 Sparky, 쿠팡	소피파이 가맹 스토어(9.21 개방), 커넥터 제휴사
이행: 주문처 선택	정형 상품 데이터·실시간 재고·배송을 갖추면 에이전트 주문 집중	데이터·재고 연동이 약하면 노출돼도 주문 이탈
이행: 거래 완결	장바구니·결제·배송 보유 → 거래가 자사로 회귀(월마트 ChatGPT 내 결제 전환율 자사의 1/3)	관문 안에서 결제 시 수수료 부담
국내 시사점	쿠팡: 물류 3조원 이상 투자, 광고·FLC로 이행 경쟁력 보유	오픈마켓 판매자: 관문 노출 경쟁

자료: 각 사, 미래에셋증권 리서치센터

주: 이행·국내 시사점은 당사 판단 포함

쿠팡은 2024~2026년 물류 인프라에 3조원 이상을 투자하는 계획을 발표했으며, AI 수요 예측과 재고 선배치, 무인운반·분류 로봇을 통해 주문 처리 효율을 높이고 있다. 주문 전에 수요를 예측해 상품을 고객과 가까운 물류센터에 배치하고, 입출고와 분류 작업을 자동화하는 체계다. 네이버도 컬리와 협업으로 신선식품의 이행 역량을 보강하고 있다. 이러한 물류·데이터 인프라는 에이전트가 연결한 주문에 대응할 재고 확보와 배송 신뢰도를 뒷받침한다.

당사는 AI 에이전트 확산으로 거래 데이터와 직접 고객 관계의 경제적 가치가 높아질 것으로 판단한다. 구매 이력과 상품·재고 정보를 확보한 플랫폼은 추천이 실제 구매로 이어지는 과정을 측정하고, 이를 판매자 대상 광고와 서비스로 수익화할 수 있다. 쿠팡의 수익 구조도 직매입 상품 마진에 3P 판매수수료, 광고와 FLC 수익을 더하는 방향으로 확대되고 있으며, 경영진도 2Q26에 광고와 FLC를 수익성 개선의 축으로 제시했다.

표 12. 쿠팡 수익원별 관문 의존도

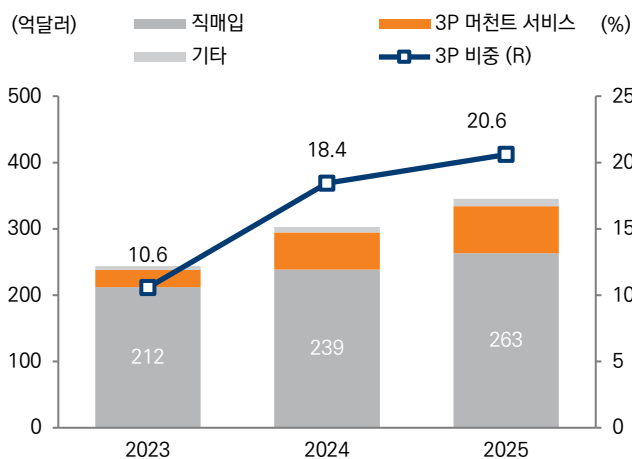
수익원	공시 계정	발생 조건	외부 관문 경유 시	2025(억달러)
직매입 상품 마진	Net retail sales	쿠팡에서 이행	유지(수수료 유출분 차감)	263.1
3P 판매수수료	3P merchant services	쿠팡에서 체결	유지	71.1
FLC	3P merchant services(배송비)	쿠팡 물류 이용	유지	비공시
광고	3P merchant services	자체 앱 노출	감소	비공시
와우 멤버십	Other revenue	직접 고객 관계	가입 유인 약화 가능	11.1

자료: 쿠팡(10-K), 미래에셋증권 리서치센터

주: 3P merchant services 71.1억달러는 판매수수료·광고·배송비 합계. 광고·FLC 금액은 비공시. 외부 관문 경유 시 영향은 당사 판단

광고는 추가 재고 부담이 작고 기존 고객 접점과 거래 데이터를 활용할 수 있다는 점에서 수익성 개선에 유리하다. 광고 기술과 영업·운영 비용은 발생하지만, 기존 물류망과 고객 기반 위에서 광고·판매자 서비스의 규모를 확대하면 거래당 이익을 높일 수 있다. 쿠팡의 수익화 경쟁력은 와우 멤버십이 유지하는 고객 관계, 물류 자동화에 따른 처리 효율, 광고와 FLC의 확대가 함께 작동하는 구성에 있다. 내부 AI 활용은 추천 효율과 물류 생산성을 높이고, 외부 에이전트 경유 거래에서는 고객 관계와 수익화 수단을 유지하는 능력이 이익의 귀속을 결정한다.

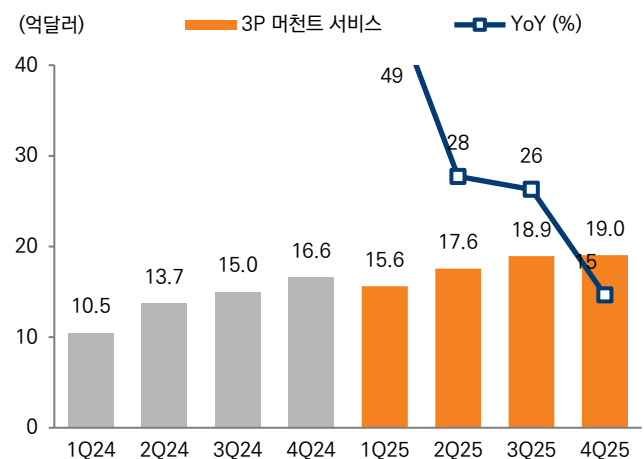
그림 32. 쿠팡 매출 구성: 3P 머천트 서비스 비중 10.6% → 20.6%



자료: 쿠팡(10-K), 미래에셋증권 리서치센터

주: 3P 머천트 서비스는 판매자·식당으로부터의 수수료·광고·배송비로 순액 인식. 매출 기준 비중이며 GMV 기준 3P 비중(비공시)과 다름. 이츠·파페치 포함

그림 33. 쿠팡 3P 머천트 서비스 분기 매출과 증가율



자료: 쿠팡(10-Q), 미래에셋증권 리서치센터

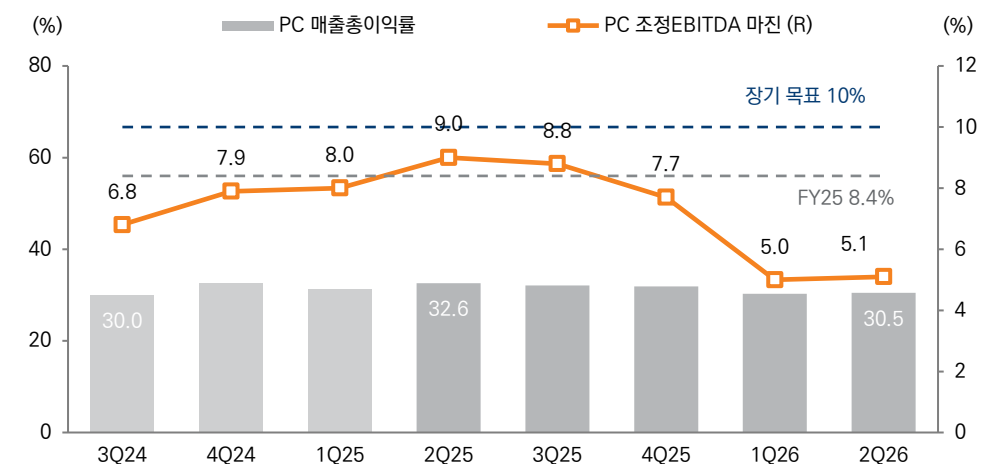
주: 달러 보고 기준, 원화 약세 영향 포함

다만 경유 거래액 자체가 곧 밸류에이션 드라이버는 아니다. 기업가치를 가르는 것은 그 거래를 확보하고 이익으로 전환하는 능력이다. 당사는 앞서 산출한 약 36조원을 기존 구매의 경로가 시로 이동하는 규모로 해석하며, 이를 추가 매출로 합산하지 않는다. 쿠팡 경유 거래액을 동일하게 두고, 수익화 수준에 따라 이익이 얼마나 달라지는지를 비교했다.

매출 인식 방식이 달라지면 보고 매출과 경제적 수익성은 서로 다른 방향으로 움직일 수 있다. 동일 GMV에서 직매입 거래가 3P로 대체되면 상품 가격 전체 대신 판매수수료를 중심으로 매출을 인식하므로 매출 인식액이 줄어든다. 채고와 운전자본 부담을 낮출 여지는 있지만, 풀필먼트를 제공하면 물류 비용은 남는다. 전체 거래액과 광고·서비스 매출이 늘면 보고 매출도 증가할 수 있으며, 실제 이익 개선은 추가 수익이 관련 비용을 얼마나 상회하는지에 달려 있다.

쿠팡은 2025년 실적에서 수익성을 확대할 수 있는 능력을 보여줬다. Product Commerce(PC) 매출총이익률은 2Q25 32.6%로 전년 대비 227bp, 3Q25 32.1%로 212bp 개선됐다. 3Q25 조정EBITDA 마진은 8.8%로 201bp 상승했고, 같은 기간 매출이 16% 증가하는 동안 조정EBITDA는 50% 늘었다.

그림 34. 쿠팡 PC 수익성: 사고 이전 8~9%에서 5%로



자료: 쿠팡, 미래에셋증권 리서치센터

주: 3Q24~1Q25는 공시 bp 변화로 역산, 2Q26 조정EBITDA는 과징금 4.1억달러 제외

개인정보 유출 사고 이후 판촉·공급망 비용과 물류 가동률 부담이 이어진 2Q26에는 PC 부문의 매출총이익률과 조정EBITDA 마진이 각각 30.5%, 5.1%로 낮아졌다. 조정EBITDA는 당분기에 계상한 규제 과징금 4억 1,000만 달러를 제외한 수치다. 당사는 물량 회복에 따른 가동률 상승과 공급망 비용 절감, 추가 마케팅비의 정상화를 통해 PC 조정EBITDA 마진이 2027년 중반 사고 이전 수준에 근접할 것으로 전망했다. 당사는 기존 수익성의 회복과 함께 자동화 및 광고·FLC 확대가 거래당 이익을 높이는 핵심 동력이 될 것으로 판단한다.

2030년 경유 거래액 35.7조원 중 25%가 동사를 통과하고 3P 비중이 35%에서 55%로 상승하면, 인식 순매출은 6.2조원에서 4.7조원으로 감소한다. 별도로 GMV 대비 조정 EBITDA 마진이 비교 기준인 5.839%에서 7.0%로 개선된다고 가정하면 조정EBITDA는 약 1,040억원 증가한다. 같은 거래액에서도 매출 인식 규모와 이익이 서로 다른 방향으로 움직일 수 있다는 뜻이다. 마진이 기준 수준에 머물면 증분 이익은 발생하지 않으며, 8.0%까지 상승하면 약 1,930억원으로 확대된다. 따라서 쿠팡 수익화의 관건은 와우 멤버십과 물류 경쟁력으로 확보한 거래를 광고·판매자 서비스 수익으로 연결해, 거래액 1원당 회수하는 이익을 얼마나 높이는 데 있다.

표 13. 2030년 SI 경유 거래 규모를 적용한 쿠팡 수익화 시나리오

단계	비교 기준 (2025년 수익성 환산)	수익화 개선 가정	증분	비고
2030F 국내 에이전트 경유 거래액(조원)	35.7	35.7	0	표8 연동
쿠팡 경유 비중(%)	25	25	0.0%p	당사 가정
쿠팡 경유 거래액(조원)	8.925	8.925	0	수익화 효과 비교를 위해 거래액 고정
3P 비중(%)	35	55	+20.0%p	당사 가정
순매출 인식률(%)	69.55	52.15	-17.4%p	3P 비중과 판매수수료율로 계산
인식 순매출(조원)	6.207	4.654	-1.553	동일 GMV에서의 매출 인식 예시
GMV 대비 조정EBITDA 마진(%)	5.839	7	+1.161%p	별도 수익화 가정
조정EBITDA(조원)	0.521	0.625	0.104	거래액 × GMV 대비 마진
(참고) 순매출 대비 조정EBITDA 마진(%)	8.395	13.423	+5.027%p	비교 기준은 2025년 PC 공시 수익성을 참고한 환산값

자료: 미래에셋증권 리서치센터

주 1: 기준 GMV 대비 조정EBITDA 마진 5.839%는 2025년 PC 순매출 대비 조정EBITDA 마진 약 8.4%와 당사가 가정한 순매출 인식률 69.55%를 참고한 비교 수준이다. 공시된 GMV 마진이나 2030년 기본 이익 전망을 의미하지 않는다.

주 2: 3P 판매수수료율 13%, 3P 비중 35%·55%, 쿠팡 경유 비중 25%, 수익화 개선 가정의 GMV 대비 조정EBITDA 마진 7.0%는 당사 가정이다. 동사는 GMV·3P 비중·평균 판매수수료율을 공시하지 않는다. 쿠팡 경유 비중 25%는 재고의 폭과 배송 신뢰도를 갖춘 상위 플랫폼에 주문이 집중될 것이라는 당사 가정이다. 순매출 인식률은 '1P 비중 + 3P 비중 × 판매수수료율'로 계산한 상품거래의 매출 인식 예시이다. 광고·멤버십·물류 서비스 등 부가 수익은 별도로 모형화하지 않았다.

주 3: 이익 민감도 산출에 사용하는 마진은 GMV 기준으로 통일하고, 순매출 대비 마진은 참고치로 제시했다. 1P는 총액, 3P는 순액으로 인식되므로 순매출 대비 마진으로 비교하면 믹스가 바뀔 때 분모가 함께 움직인다. 3P 비중에 따른 매출 인식 변화와 GMV 대비 조정EBITDA 마진 상승은 별도 가정이며, 후자는 동일 거래액에서 수익화 개선이 발생할 경우의 이익 민감도를 보여준다. 금액과 마진의 증분은 반올림 전 수치로 계산했다.

표 14. 쿠팡 경유 거래의 GMV 대비 조정EBITDA 마진 민감도

GMV 대비 조정EBITDA 마진(%)	조정EBITDA(조원)	기준 대비 증분(억원)
5.839	0.521	0
6.5	0.58	590
7	0.625	1,036
7.5	0.669	1,482
8	0.714	1,929

자료: 미래에셋증권 리서치센터

주: 쿠팡 경유 거래액 8.925조원을 고정하고, GMV 대비 조정EBITDA 마진 5.839%를 비교 기준으로 적용했다.

위 민감도는 쿠팡이 경유 거래의 관문을 스스로 보유한다는 전제 위에 있다. 경유 주문의 일부가 외부 에이전트를 통해 들어오고 그 에이전트가 판매자 수수료를 부과하면, 동일 거래액에서 수수료만큼 이익이 유출된다. 표 15는 외부 에이전트 경유 비중과 수수료율을 함께 움직였을 때 GMV 대비 조정EBITDA 마진 7.0% 기준 순증분을 보여준다.

표 15. 외부 에이전트 경유 비중·수수료율에 따른 쿠팡 경유 거래의 순증분 (억원)

외부 에이전트 경유 비중	수수료율 1%	수수료율 2%	수수료율 3%
0% (자체 직접 유지)	+1,036	+1,036	+1,036
30%	+768	+501	+233
50%	+590	+144	-303
100%	+144	-749	-1,641

자료: 미래에셋증권 리서치센터

주 1: 쿠팡 경유 거래액 8.925조원을 고정하고, GMV 대비 조정EBITDA 마진 7.0% 가정의 증분 1,036억원에서 (외부 에이전트 경유 비중 × 수수료율 × 경유 거래액)을 차감했다. 8.0% 마진 기준으로는 100%·2% 조합에서 +144억원, 100%·3% 조합에서 -749억원이다. 증분은 반올림 전 수치로 계산했다.

주 2: 수수료율은 판매자 과금형 에이전트가 완료 주문에 부과하는 수수료를 가정한 당사 가정이다. 소비자 구독형 에이전트(Muse 등)의 수수료율은 현재 0%이나 향후 판매자 과금으로 전환되거나 병행될 수 있으며, 광고형 관문에서는 수수료 대신 광고비 형태로 같은 유출이 발생할 수 있다. 외부 경유 비중은 쿠팡 경유 거래 중 자체 앱·자체 에이전트가 아닌 외부 에이전트를 통해 유입되는 비중으로, 당사 가정이다.

주 3: 동일 거래액 기준의 기계적 비교치로, 외부 에이전트 유입에 따른 추가 거래액, 기존 외부 유입 비용의 대체 효과, 자체 앱 노출 감소에 따른 광고 수익 변화는 반영하지 않았다.

GMV 대비 조정EBITDA 마진 7.0% 기준으로, 증분은 수수료율 3%에서 외부 경유 비중이 약 39%를, 2%에서 약 58%를 넘으면 마이너스로 전환된다. 표에서는 50%·3%, 100%·2%, 100%·3% 조합이 이에 해당한다. 관문을 완전히 잃지 않더라도 경유 주문의 절반이 수수료 3%의 외부 에이전트로 넘어가면 증분이 사라진다는 뜻이다. 반대로 외부 경유 비중이 30% 이하면 수수료율 3%에서도 증분이 유지된다. 따라서 수익화 시나리오의 실현 여부는 마진 개선 폭보다 경유 주문을 자체 접점으로 확보하는 비중에 더 크게 좌우된다.

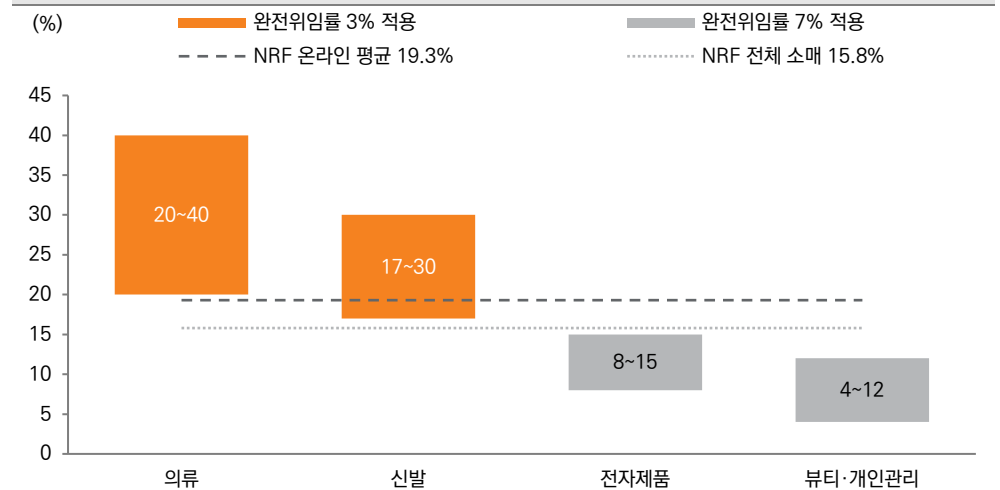
다만 증분의 원천이 모두 관문과 무관한 것은 아니다. 3P 수수료와 FLC는 주문이 어느 경로로 들어오든 쿠팡에서 체결·이행되는 한 발생하지만, 광고는 자체 앱 노출에 의존하므로 관문을 잃으면 함께 줄어든다. 표 15는 수수료 유출만 차감한 값이어서 이 광고 감소분은 담겨 있지 않으며, 실제 하방은 표의 수치보다 클 수 있다.

오프라인의 승부처는 복제 불가능한 경험이다. 에이전트가 일상적이고 반복적인 구매를 흡수할수록 사람이 직접 지갑을 열고 밖으로 나가는 이유는 대체 불가능한 경험을 위해서다. 프리미엄 백화점의 가치는 상품 판매처를 넘어 에이전트가 복제할 수 없는 공간 경험을 제공하는 플랫폼으로 재정의된다.

그 경계를 가르는 기준은 오류 비용이다. 소비자가 직접 판단해야 하는 상품일수록 잘못 선택했을 때의 비용이 크고, 이러한 카테고리는 최종 선택과 결제까지 에이전트에 맡기기 어렵다. 에이전트가 상품 정보를 충분히 읽을 수 있는지도 위임의 조건이다. Adobe 분석에서 상품 상세 페이지의 SI 가독성은 구조화된 상품 정보를 충실히 제공할수록 높았다. 다만 정보 접근성이 개선되더라도 개인의 사이즈·착용감과 취향에 맞는 선택인지에 대한 불확실성까지 사라지는 것은 아니다. 정보를 읽고 비교하는 능력이 높아져도 최종 선택을 위임하는 데에는 오류 비용이 제약으로 남는다.

NRF의 2025년 조사에서 온라인 매출의 예상 반품률은 19.3%로 전체 소매의 15.8%를 상회한다. 별도로 Richpanel이 제시한 온라인 반품률 참고 범위는 의류 20~40%, 신발 17~30%, 뷰티·개인관리용품 4~12%, 전자제품 8~15%로, 사이즈와 착용감을 구매 전에 판단하기 어려운 상품일수록 구매 후 조정 부담이 크다. 당사가 의복·가구의 완전위임률을 다른 상품군보다 낮게 둔 것은 이러한 반품 부담에 더해 상품의 표준화 정도가 낮고 취향 의존도가 높으며 구매 주기가 길기 때문이다.

그림 35. 온라인 반품률: 사이즈·착용감을 판단해야 하는 상품일수록 높다



자료: NRF, Richpanel, 미래에셋증권 리서치센터

주: 막대는 Richpanel 온라인 반품률 참고 범위, 점선은 NRF 2025년 예상 반품률, 색은 당사 완전위임률 가정

Muse의 결제를 맡은 Stripe Link의 무료 반품 등 구매 보호는 반품의 금전 비용을 낮출 뿐 착용·비교에 드는 시간과 실패 경험을 없애지는 못하므로, 취향·착용감이 결정하는 카테고리의 완전위임률 가정을 바꾸지 않는다. 에이전트가 반품 접수와 수거 일정 조율까지 대행하더라도 줄어드는 것은 반품의 절차 비용이다. 국내는 쿠팡 와우·네이버플러스 등 주요 멤버십이 이미 무료 반품을 제공해 반품의 금전·절차 비용이 낮은 시장이므로, 의복의 위임률을 제약하는 것은 반품 비용이 아니라 구매 전에 사이즈·착용감을 판단할 수 없다는 점이다.

채널별 상품 구성에 적용하면 차이는 더욱 분명해진다. 백화점이 다루는 의복·패션용품·액세서리·신발·가방·화장품은 온라인 거래액의 17.2%를 차지하지만, 선택 오류의 특성과 구매 주기를 반영해 당사가 적용한 완전위임률의 가중평균은 4.2%에 그친다. 이마저도 완전위임률 7%를 적용한 화장품이 끌어올린 값이며, 화장품을 제외한 의복·신발·가방·패션용품만으로는 3.0%까지 내려간다. 백화점 매출의 중심인 패션 카테고리만 놓고 보면 할인점·이커머스 주력 카테고리(완전위임률 10%) 대비 적용 위임률이 3분의 1에 그친다는 뜻이다. 이를 2030년 기준으로 환산하면 백화점 주력 상품군의 온라인 시장에서 에이전트에 완전위임되는 거래액은 2.6조원인 반면, 할인점·이커머스 주력 상품군은 10.1조원으로 노출금액 자체가 3.8배 차이 난다.

표 16. 채널별 주력 상품군의 완전위임률과 2030F 노출 거래액

채널	상품군	2025 거래액 비중	온라인 반품률 참고 범위	선택 오류의 주요 요인	오류 비용 (당사 판단)	완전 위임률	2030F 노출 거래액 (조원)
백화점·프리미엄	의복	8.31%	20~40%	사이즈·착용감 판단	높음	3%	0.92
	화장품	5.04%	4~12%	취향·피부 적합성 판단	중간	7%	1.30
	패션용품·액세서리	1.60%	12~15%	취향·스타일 판단	높음	3%	0.18
	신발	1.34%	17~30%	사이즈·착화감 판단	높음	3%	0.15
	가방	0.89%	—	취향·용도 판단	높음	3%	0.10
	소계 / 가중평균	17.17%	—	—	—	4.17%	2.64
할인점·이커머스	음·식료품	13.84%	—	반복 구매·소모재	낮음	10%	5.09
	생활용품	7.30%	—	반복 구매·소모재	낮음	10%	2.69
	농축수산물	5.32%	—	반복 구매·소모재	낮음	10%	1.96
	애완용품	1.08%	—	반복 구매·소모재	낮음	10%	0.40
	소계 / 가중평균	27.53%	—	—	—	10.00%	10.13
격차		—	—	—	—	2.4배	3.8배

자료: KOSIS, Richpanel, 미래에셋증권 리서치센터

주: 노출 거래액은 2030F 온라인 거래액 368.0조원(표 8)에 2025년 거래액 비중(유지 가정)과 완전위임률을 곱한 값으로, 오프라인 업태의 매출 감소 추정치가 아니다. 소계와 격차는 반올림 전 값으로 계산했다. 반품률 참고 범위, 오류 비용 등급, 완전위임률의 정의는 표 7과 같다.

당사 추정에서 완전위임형 거래는 식품과 생필품 같은 반복 구매에 집중되며, 백화점 핵심 카테고리는 완전위임에 대한 노출이 상대적으로 낮다. 메타가 Muse의 활용 예시로 든 것이 저장한 요리 릴을 장보기 목록으로 바꾸는 반복 구매였고, 구매 전 이용자 승인을 요구하는 보조형으로 설계된 점은 위임이 식료품·생필품에서 먼저 일어나고 고관여 소비는 사람의 판단에 남는다는 당사 구분과 일치한다. 탐색과 비교가 시로 이동하더라도, 착용·체험·상담이 최종 구매 결정에 필요한 상품에서는 현장 접점의 가치가 유지된다. 따라서 반복 구매의 자동화가 진전될수록 프리미엄 백화점의 차별화는 선택의 확신을 제공하는 경험과 서비스에서 더욱 뚜렷해질 것으로 판단한다.

종목: AI가 대체하지 못하는 자산, 쿠팡과 신세계

결국 AI 시대의 유통 승자는 AI가 대체하지 못하는 자산을 가진 쪽으로 압축된다. 온라인에서는 물류에 자체 고객 접점을 더한 플랫폼, 오프라인에서는 경험 자산을 가진 프리미엄 채널이다.

종목 연결도 이 관점에서 갈린다. 쿠팡은 AI 침투가 집중될 식료품·생필품이 주력과 겹치고, 와우 멤버십이 만드는 자체 트래픽과 직매입 물류 경쟁력을 동시에 보유한 플랫폼이다. 동사의 강점은 반복 구매를 처리하는 물류 경쟁력과 와우 멤버십의 고객 관계를 함께 보유하고 있다는 점이다. 이 수혜는 관문을 지킨다는 조건부다. 판매자 과금형이나 광고형 외부 에이전트가 관문을 차지하면 표 15와 같이 수익화 증분이 잠식되지만, 그 조건을 충족시키는 자산이 바로 와우 멤버십의 직접 유입과 국내에서 대체재가 부족한 직매입 물류다. 주문의 입구가 바뀌어도 거래를 자체 접점으로 확보하고, 자동화와 광고·FLC를 통해 그 거래에서 회수하는 이익을 높일 수 있는 기반이다.

표 17. 쿠팡과 신세계: AI가 대체하지 못하는 자산

구분	쿠팡	신세계
핵심 자산	와우 멤버십의 직접 유입, 직매입 물류	체험형 거점 공간(하우스오브신세계 청담 등)
AI 확산의 영향	반복 구매(식료품·생필품)에 침투 집중, 거래를 자체 접점으로 확보하면 수혜	반복 구매가 자동화될수록 남는 방문이 체험형 거점으로 집중
수혜 조건	관문을 자체 접점으로 지킬 것	완전위임 노출이 낮은 상품 구성과 경험의 결합
점검 지표	PC 활성고객 수·고객당 순매출, PC 조정EBITDA 마진, 광고·FLC 성장	신규 고객 중 30대 이하 비중(1H26 45%), 대형 점포 매출 비중

자료: 각 사, 미래에셋증권 리서치센터

신세계는 에이전트가 대체하기 어려운 경험 소비의 중심 채널이다. 동사에서 AI는 이익을 직접 만드는 변수가 아니라, 오프라인 수요를 체험형 거점으로 모으는 간접 변수다. 거점 집중은 국내에서 이미 진행 중이다. 업계 집계 기준 2025년 5대 백화점 65개 점포 가운데 37곳이 역신장하고 중소형 점포의 폐점이 이어진 반면, 연 매출 1조원 이상 13개 점포의 매출은 7.1% 늘어 전체 매출의 58.4%를 차지했다.

에이전트 확산은 이 흐름을 같은 방향으로 가속할 수 있는 변수다. 에이전트가 반복 구매의 재주문을 맡을수록 매장에 갈 이유는 줄지만, 줄어드는 방문은 완전위임 노출이 큰 할인점·이커머스 주력 상품군에서 먼저 발생하고, 남는 방문은 직접 보고 고르고 경험해야 하는 소비로 채워져 방문 한 번의 가치는 커진다. 그 방문은 고르게 남지 않고, 거래형 매장에 체험 요소를 덧붙이는 정도가 아니라 방문 자체가 목적이 되는 소수 거점으로 모인다.

동사는 체험형 공간을 앞세워 그런 거점을 구축해 가고 있다. 하우스오브신세계 청담 등 공간 리뉴얼과 화제성 있는 콘텐츠로 젊은 고객과 외국인 방문이 늘어 2026년 상반기 신규 고객의 45%가 30대 이하였다. 부산에서는 롯데백화점 센텀시티점 인수 계약을 맺었고, 거래가 마무리되면 바로 옆 동사 센텀시티점과 묶어 쇼핑과 문화, 관광을 아우르는 '신세계 타운'으로 키울 계획이다.

완전위임 노출이 낮은 상품 구성과 착용·체험·서비스를 결합한 공간 자산은 신규 고객 유입이 채널 전환으로 잠식될 여지를 줄이고, 구매 경로가 자동화되는 환경에서도 차별화된 방문 이유를 제공한다. 반복 구매의 자동화가 진전될수록 프리미엄 백화점의 경쟁력은 상품 접근성보다 현장에서만 제공할 수 있는 경험에서 더욱 뚜렷해질 것으로 판단한다.

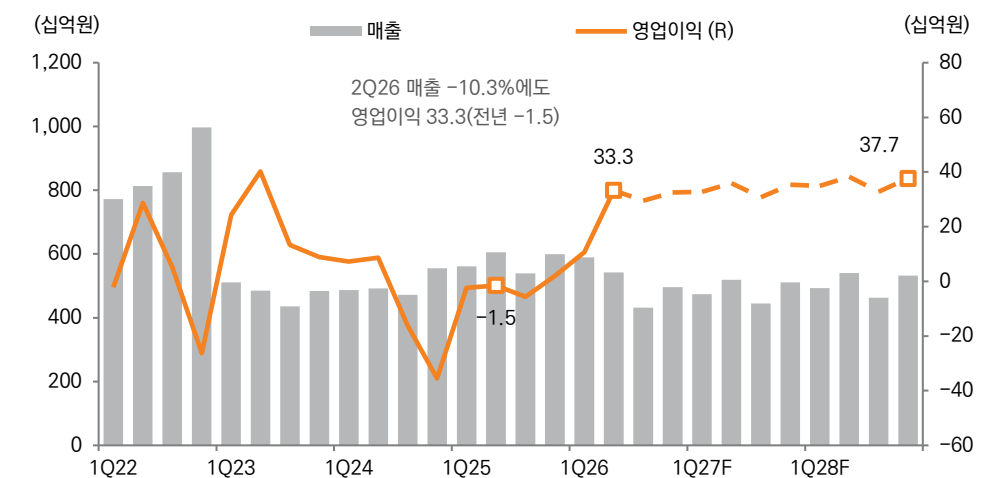
투자포인트 3. 면세: 거래 조건 정상화가 먼저 만드는 증익

면세는 매출 성장률만으로 업황을 판단하기 어려운 국면에 있다. 구매객은 늘고 있지만 객단가는 낮아지고, 일부 사업자는 외형 축소에도 이익을 늘리고 있기 때문이다. 한국면세점 협회에 따르면 2026년 상반기 외국인 구매객은 664만 명으로 전년 동기 대비 29.4% 증가했지만 외국인 매출은 5조원으로 3.2% 늘어나는 데 그쳤다. 외국인 1인당 구매액은 75만 2,000원으로 전년 동기 94만 4,000원보다 20% 이상 낮아졌다. 8월에도 외국인 구매객이 138.7만 명으로 전년 대비 39.1% 늘어난 반면 매출은 7,915억원으로 8.0% 증가에 그쳤고, 객단가는 57.1만원으로 22.4% 낮아졌다. 9월에는 달러 기준 외국인 면세 매출이 5.53억달러로 1.5%, 시내점은 4.49억달러로 3.3% 줄었고, 구매객당 매출은 각각 21.3%, 30.0% 낮아졌다.

구매객 회복이 과거와 같은 매출 회복으로 이어지지 않는 구조다. 개별 관광객의 유입이 확대되는 가운데 대량 구매 중심의 고액 매출에 대한 의존도가 낮아지는 변화와도 부합한다. 다만 객단가는 환율과 상품 구성, 할인 정책의 영향도 받기 때문에 객단가 하락만으로 타이공 매출의 감소 규모를 특정할 수는 없다. 실적을 판단하려면 구매객 수와 함께 고객별 매출 구성, 해당 매출을 확보하는 데 필요한 비용을 봐야 한다.

신세계디에프의 2Q26 실적은 이러한 변화를 보여준다. 매출은 5,426억원으로 전년 대비 10.3% 감소했지만 영업이익은 333억원으로 전년 동기 영업손실 15억원에서 348억원 개선됐다. 매출이 줄어드는 동안 매출원가와 판매관리비를 합한 영업비용이 더 크게 감소한 결과다. 회사도 할인을 축소와 DF2 철수에 따른 손익 구조 개선을 주요 요인으로 설명하고 있다. 수익성이 낮은 거래와 사업장의 비용을 줄이는 과정에서 매출 감소와 증익이 함께 나타나는 것이다.

그림 36. 신세계디에프 분기 매출과 영업이익

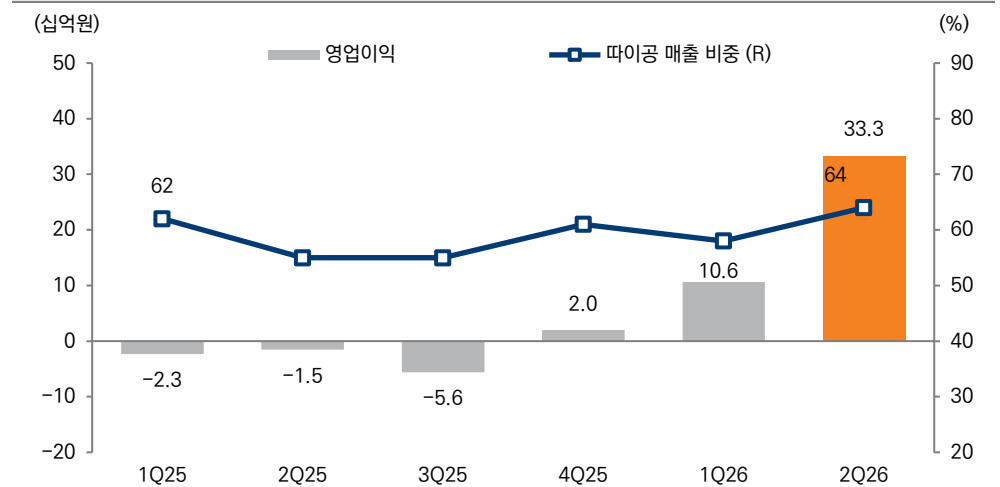


핵심은 다이공 거래의 경제성이다. 지난 수년간 한국 면세점은 다이공이라는 대규모 구매자를 통해 매출을 확보해왔다. 그러나 다이공 거래는 알선업체를 통한 구매가 중심이어서 알선수수료와 대량판매 할인 등 상당한 비용을 수반한다. 매출 규모가 크더라도 이를 확보하기 위해 지급하는 비용이 높으면 실제로 남는 이익은 제한된다. 면세점의 관점에서 다이공은 비용을 지급하고 확보하는 유료 트래픽에 가깝다.

반면 개별 관광객은 방한 과정에서 면세점을 방문한다. 이들에게도 판촉과 마케팅 비용이 발생하지만, 고율의 알선수수료와 대량판매 할인을 수반하는 거래보다 고객 확보 비용이 상대적으로 낮다. 따라서 고비용 다이공 거래를 줄이고 수익성이 높은 개별 관광객 매출을 늘리면 전체 매출이 빠르게 성장하지 않더라도 이익률을 개선할 수 있다. 중요한 것은 고객의 명칭이나 구매 규모보다 수수료와 할인, 운영비를 차감한 이후 얼마의 이익이 남는가다.

당사는 이를 면세의 TAC(Traffic Acquisition Cost) 정상화로 해석한다. 여기서 TAC는 고객과 거래를 확보하는 데 필요한 경제적 비용을 뜻한다. 알선수수료와 판매 할인은 손익에 반영되는 방식이 다르므로, 비용률뿐 아니라 순매출과 매출총이익률을 함께 살펴야 한다. 저수익·고비용 거래의 비중을 낮추고 같은 매출에서 회수하는 이익을 높이는 과정이 이번 정상화의 핵심이다.

그림 37. 신세계디에프: 다이공 비중이 올라도 이익은 개선



자료: 신세계, 미래에셋증권 리서치센터

다만 파이공 비중 자체가 수익성의 목표치는 아니다. 신세계디에프의 파이공 매출 비중은 1Q25 62% → 2Q25 55% → 3Q25 55% → 4Q25 61% → 1Q26 58% → 2Q26 64%로 등락했다. 2Q26에는 비중이 상승했음에도 이익이 개선됐다. 신세계는 구체적인 목표 하한선을 제시하지 않았지만 중장기적으로 비중을 낮춰가는 방향성을 유지하고 있다.

비중을 해석할 때는 집계 범위도 중요하다. 개별 관광객 중심의 공항 매출이 줄면 전체 면세 매출에서 파이공 거래가 차지하는 비중은 높아질 수 있다. 그러나 이것이 동일한 시내점 내부의 고객 구성이 바뀌었다는 의미는 아니다. 따라서 위 시계열의 분모를 확인하지 않은 채 비중 상승을 공항 철수의 결과로 단정해서는 안 된다. 당사는 동일한 집계 범위의 비중 변화와 함께 알선수수료율, 대량판매 할인율, 채널별 손익을 중심으로 정상화 여부를 판단한다. 수수료와 할인 부담이 낮아진다면 파이공 비중이 일시적으로 상승하더라도 이익은 개선될 수 있다.

수수료와 임차료에서 비용 부담 완화가 확인된다

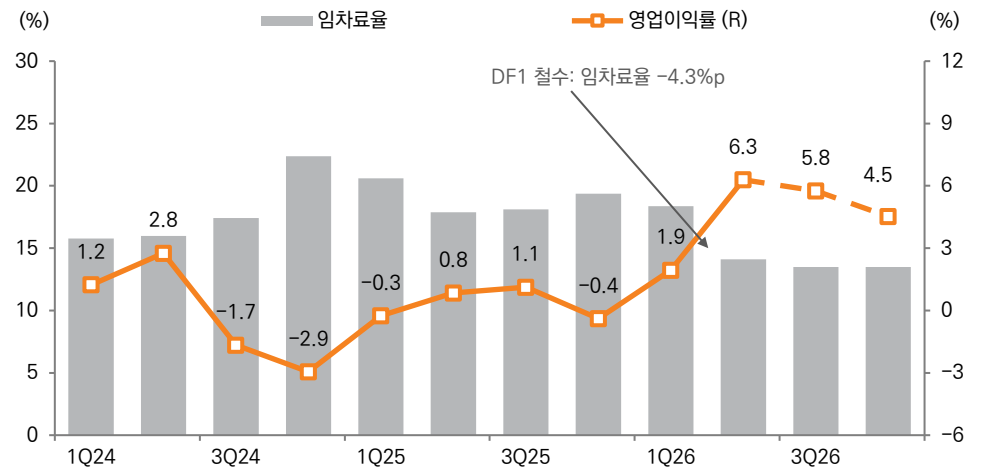
신세계의 연결 지급수수료율에는 백화점 등 다른 사업의 지급수수료도 포함된다. 따라서 연결 비율의 하락을 면세 알선수수료 감소 효과로 모두 귀속할 수는 없다. 신세계디에프의 알선수수료율은 현재 30%대 수준이며, 대량판매 할인율은 2024년 4분기 약 50%까지 상승한 이후 40% 초중반 수준을 유지하고 있다. 과거의 높은 판매 비용이 낮아진 이후 추가 하락보다는 개선된 거래 조건의 유지가 중요해지는 구간이다.

호텔신라에서는 알선수수료 항목을 통해 비용 변화를 관찰할 수 있다. 2Q26 연결 알선수수료는 394.7억원으로 전년 동기 455.6억원 대비 13.4% 감소했다. 같은 기간 TR 부문 매출은 8,502억원에서 7,726억원으로 9.1% 줄었다. 알선수수료 감소 속도가 매출 감소 속도를 웃돈 것이며, 해당 비용을 전체 TR 매출로 나눈 비율도 5.36%에서 5.11%로 약 0.25%p 하락했다.

이 비율은 전체 TR 매출 대비 공시 비용의 비율로, 파이공 거래에 실제 적용되는 수수료율과는 구분된다. 국내외·시내·공항 매출 구성에 따라서도 달라지므로 신세계의 30%대 알선수수료율과 호텔신라의 5.11%를 직접 비교해 거래 조건의 우열을 판단할 수는 없다. 회사별로 동일한 범위의 비용과 매출을 대응시키고, 알선수수료와 대량판매 할인율 및 매출총이익률을 함께 봐야 한다.

임차료 부담도 낮아졌다. 호텔신라의 연결 임차료는 1Q26 1,935.4억원에서 2Q26 1,370.1억원으로 감소했고, 연결 매출 대비 비율은 18.4%에서 14.1%로 약 4.3%p 하락했다. 2Q25의 17.9%와 비교해도 약 3.8%p 낮다. DF1 영업 종료일이 4월 16일이므로 2Q26에는 약 두 달 반의 철수 효과가 반영됐고, 3Q26에는 분기 전체에 반영된다. 연결 임차료율에는 다른 사업장의 비용 변화도 섞여 있어, 4.3%p 중 DF1 몫은 3Q26 온기 반영치로 가능할 수 있다.

그림 38. 호텔신라 임차료율과 영업이익률: 공항 철수 효과



자료: 호텔신라, 미래에셋증권 리서치센터

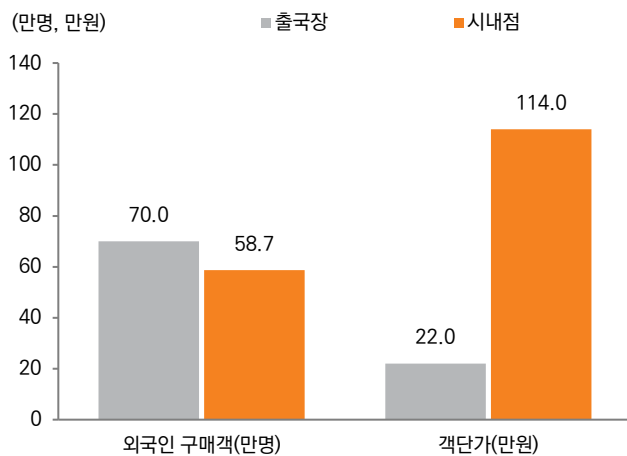
수수료와 임차료의 변화는 부문 전체 손익과 함께 볼 필요가 있다. 호텔신라의 2Q26 알선 수수료 감소액은 60.9억원인 반면 TR 영업이익은 전년 동기 -113억원에서 364억원으로 477억원 개선됐다. 수수료 부담 완화에 적자 사업장의 임차·운영비 축소와 매출총이익 변화가 함께 작용한 결과로 판단한다. 이번 이익 회복은 특정 비용 항목 하나의 감소보다 거래 조건과 사업장 손익이 동시에 개선되는 과정으로 해석하는 것이 적절하다.

공항 철수와 신규 구역: 3사의 서로 다른 경로

비용 구조 정상화는 타이공 거래에만 국한되지 않는다. 호텔신라의 DF1 철수는 외형상 사업 축소지만, 적자 사업장을 유지하기 위해 부담하던 비용을 제거하는 결정이다. 철수의 경제적 효과는 줄어드는 임차료와 운영비에서 해당 사업장의 매출총이익 감소, 철수 관련 비용 및 잔존 사업의 매입 조건 변화를 함께 반영해 판단해야 한다. 절감되는 비용이 포기하는 이익보다 크다면 외형 축소가 연결 손익 개선으로 이어진다.

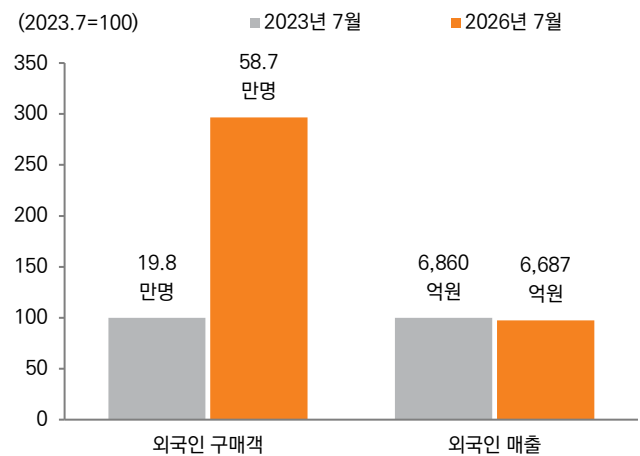
공항 사업의 매출 기여는 작지 않다. 호텔신라의 2Q26 실적에서 국내 시내점 매출은 3,707억원, 해외 사업 등이 포함된 '공항 등' 매출은 4,019억원으로 각각 TR 매출의 약 48%, 52%를 차지한다. 따라서 DF1 철수는 TR 매출의 절반을 차지하는 부문의 일부를 포기하고 적자 구역의 임차·운영비를 제거한 결정이며, 구매력 약화 여부는 잔존 사업의 매입 조건과 매출총이익률로 확인한다. 그럼에도 철수가 이익에 보탬이 되는 이유는 출국장의 손익 구조에 있다. 한국면세점협회 통계로 보면 7월 출국장 외국인 구매객은 70만 명으로 시내점(58만 7,000명)보다 많았지만, 객단가는 22만원으로 시내점(114만원)의 5분의 1에 그쳤다. 시내점은 7월 기준 외국인 구매객이 2023년 19만 8,000명에서 3배로 늘어나는 동안 매출은 6,860억원에서 6,687억원으로 제자리다. 출국장의 손익은 여객당 매출총이익이 여객 연동 임차료를 얼마나 상회하는지에 따라 정해진다.

그림 39. 7월 출국장 vs 시내점: 구매객은 많고 객단가는 5분의 1



자료: 한국면세점협회, 미래에셋증권 리서치센터

그림 40. 시내점 7월: 외국인 구매객 3배, 매출은 제자리



자료: 한국면세점협회, 미래에셋증권 리서치센터

신세계디에프도 DF2 철수를 통해 고비용 공항 구역의 부담을 줄이고 있다. 회사가 설명한 철수 관련 손익 개선 규모는 월 약 80억원이다. 이는 임차료 절감에 해당 사업장의 매출과 운영비 변화를 합친 손익 기준 개선 규모로, 임차료 계정의 순감액보다 넓은 개념이다. 2Q26 실적에 철수 효과가 일부 반영된 이후 3Q26에는 분기 전체 효과가 반영된다.

당사는 계절적인 매출 변화와 호텔신라 3Q26에서 확인된 고환율 재고 원가 부담을 반영해 신세계디에프의 영업이익을 3Q26 295억원, 4Q26 326억원으로 추정한다. 비용 감소 효과가 확대되더라도 매출과 상품 구성, 환율에 따라 분기 이익은 달라질 수 있다는 판단이다. 연간 영업이익은 FY26 1,059억원에서 FY27 1,348억원, FY28 1,436억원으로 증가하며, 순매출 기준 영업이익률은 5.1%에서 6.9%, 7.1%로 상승할 것으로 예상된다.

표 18. 신세계DF 수익성 정상화의 주요 요인

구분	FY25	FY26 변화	손익 영향
DF2 철수 손실	영업외 연결 손상차손 1,547억원 (4Q25, 신세계디에프 사용권자산 1,478억원 포함)	추가 비용 없음	순이익 기저효과
DF2 철수 효과	고정비 부담 지속	DF2 철수 후 감소	월 약 +80억원
대량판매 할인율	4Q24 약 50%	40% 초중반으로 하향	시내점 수익성 개선
외형	공항 매출 포함	2Q26 매출 -10.3%	저수익 매출 축소
영업이익 (분기)	1Q25~3Q25 적자, 4Q25 흑자(20억원)	1Q 106억 → 2Q 333억 → 3Q 295억F → 4Q 326억F	4Q25 이후 흑자 지속

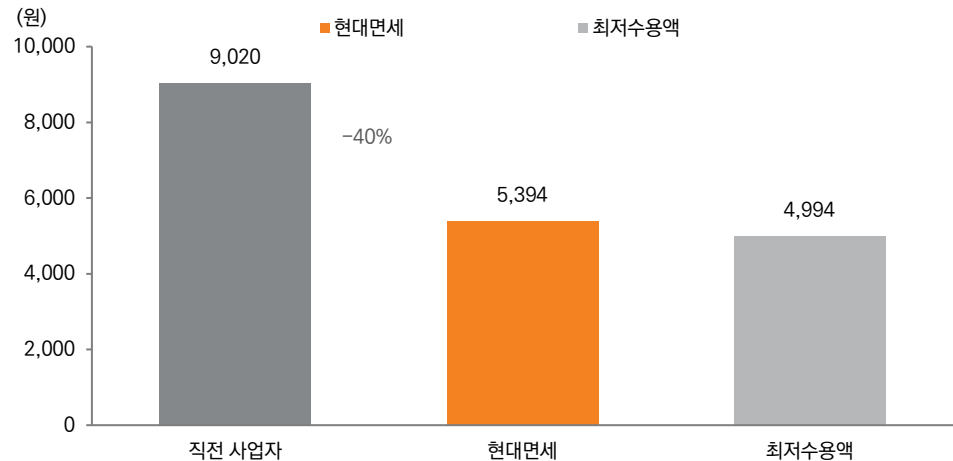
자료: 신세계, 미래에셋증권 리서치센터

공항 철수는 완료됐지만 면세 이익의 정상화는 진행 중이다. 4Q25 연결 손상차손 1,547억원(이 중 신세계디에프 사용권자산 1,478억원)은 영업외로 반영돼 FY26 영업이익 증익의 기저효과가 아니다. FY26 면세 증익은 DF2 철수에 따른 임차·운영비 부담 완화와 할인 조건 개선에서 발생하며, 당사 FY27 증익은 DF2 철수 효과의 연간 반영을, FY28 증익은 낮아진 비용 부담을 유지한 채 시내점과 잔존 공항점의 수익성을 높이는 잔존 사업의 개선을 반영한 것이다.

현대면세는 신규 공항 구역의 운영 확대를 통해 이익 기반을 넓히고 있다. 2026년 4월 말 DF2를 개장하면서 기존 DF5·DF7과 함께 인천공항에서 3개 구역을 운영하게 됐다. 각 구역은 확보 시점과 조건이 다른 사업권이다. 특히 DF2는 신세계디에프가 임차료 부담으로 반납한 바로 그 구역을 2026년 재입찰로 확보한 사업장이다. 같은 구역이 한 사업자에게는 월 약 80억원의 손익 개선을 위해 반납해야 할 고비용 자산이었고, 다른 사업자에게는 낮아진 객당 단가로 손익분기점이 내려간 신규 자산이 됐다. 이번 면세 정상화가 사업자 간 임차 조건의 재설정이라는 성격을 갖는다는 점을 보여주는 사례다.

DF2 임대료는 공항 여객 수에 객당 단가를 곱해 산정한다. 입찰 보도에 따르면 현대의 제시 단가는 5,394원으로, 직전 DF2 사업자의 입찰 단가 9,020원보다 약 40% 낮은 수준이다. 4,994원은 공항공사가 제시한 최저수용액으로 현대의 제시액과 구분된다. 입찰상 계약 기간은 영업 개시일부터 2033년 6월 30일까지이며, 운영 성과에 따른 연장 가능성이 있다. 낮은 객당 단가는 손익분기점을 낮추지만 여객이 증가하면 임차료도 함께 늘어나는 구조다.

그림 41. DF2 객당 임대료: 현대면세 제시가는 직전보다 40% 낮다



자료: 언론 보도, 미래에셋증권 리서치센터

따라서 향후 마진 개선은 유리한 임차 조건에 더해 여객당 매출총이익을 높이고 기타 비용의 증가를 제한하는 데서 발생한다. 여객당 매출총이익은 구매 전환율과 객단가, 상품 구성 및 매입 조건이 결정한다. 임차료에 연동되는 공항 여객 수가 늘어나는 만큼 실제 구매와 매출총이익이 증가해야 추가 트래픽이 이익으로 연결된다.

DF2 개장을 통한 구매력 강화는 이러한 개선을 뒷받침하는 요인이다. 상품군과 거래 규모가 확대되면 매입 조건을 개선하고 그 효과를 공항점과 시내점에 함께 적용할 수 있다. 회사도 DF2 개장에 따른 구매력 강화와 시내점 수익성 개선을 주요 효과로 제시하고 있다. 인건비와 시설비 등 기타 고정비의 증가가 매출 증가보다 제한되는 동안에는 이들 비용의 부담도 낮아진다. 시내점 손익도 중요하다. 공항점이 이익을 내더라도 시내 무역센터점 적자가 이를 일부 상쇄하고 있으며, 이 적자의 축소가 면세 부문 전체의 증익 요인이 된다. 2025년 7월 말 동대문점 영업 종료에 따른 비용 축소가 진행된 가운데, 이후에는 무역센터점의 영업 효율 개선과 공항 사업 확대의 수익성 기여가 중요해진다. 동대문점 폐점의 전년 대비 비용 감소 효과는 FY26 상반기까지, DF2 운영 효과는 FY26에 8개월분이 반영된 뒤 FY27부터 온기로 반영돼 연도별 기여가 다르다.

면세 3사 전망: 매출보다 이익률이 먼저 오른다

당사는 현대면세 영업이익을 FY26 237억원, FY27 445억원, FY28 578억원으로 추정한다. FY27 추정치는 회사가 설명한 '2027년 분기 100억원 이익 체력'을 참고한 것으로, 당사 연간 추정의 분기 평균은 111억원이다. 분기별 이익은 매출 계절성에 따라 차이가 날 것으로 예상된다. FY28은 회사의 정량 가이던스가 없는 구간으로, 공항점 이익 기여 확대와 시내점 적자 축소를 반영한 당사 전망이다. 영업이익률은 FY26 1.9%, FY27 3.1%, FY28 3.9%로 상승할 것으로 추정한다. FY26 하반기는 호텔신라 3Q26의 재고 원가 부담을 감안해 2Q26 실적 수준(2.0%)을 유지했다.

이 전망에서 핵심은 외형보다 이익률의 개선이다. FY28 영업이익 578억원은 FY27보다 약 30% 증가한 수준이며, FY26~28년 면세 증익 341억원 중 약 86%는 매출 확대보다 이익률 상승에 따른 효과다. 공항점의 매입 조건 개선과 기타 비용의 부담 완화, 시내점 적자 축소가 이 개선 폭을 뒷받침해야 한다. 낮은 객당 임차 단가는 이익 확대의 출발 조건이며, 이후 개선의 크기는 매출총이익과 운영 효율이 결정한다.

세 회사의 현재 수익성과 향후 개선 폭은 서로 다르다. 2Q26 순매출 기준 면세 영업이익률은 신세계디에프 6.1%, 호텔신라 4.7%, 현대면세 2.0%이며, 호텔신라는 3Q26에 3.6%로 낮아졌다. 당사 FY26~28년 전망에서 이익률 개선 폭은 현대면세 2.0%p, 신세계디에프 1.9%p, 호텔신라 1.4%p이며, FY28의 절대 이익률은 신세계디에프가 가장 높다.

표 19. 면세 3사의 정상화 단계와 수익성 개선 경로

구분	신세계디에프	호텔신라	현대면세
정상화 단계	고비용 구역 철수 후 잔존 사업 수익성 개선	철수 효과와 판매비용 개선 확인	신규 구역 안착과 시내점 적자 축소
핵심 증익 요인	DF2 철수(월 약 80억원 손익 개선), 대량판매 할인을 4Q24 약 50%→40% 초중반	DF1 철수(분기 약 200억원 손익 개선), 알선수수료 -13.4%(2Q26), 임차료율 18.4%→14.1%	DF2 객당 단가 5,394원(직전 9,020원), 구매력 강화, 동대문점 종료(2025.7)
핵심 확인 지표	잔존 사업 손익·할인율·임차 부담	알선수수료·매출총이익률·임차 부담	여객당 매출총이익·임차 및 운영비·시내점 손익
면세 영업이익률 2Q26 → FY26F → FY27F → FY28F	6.1% → 5.1% → 6.9% → 7.1%	4.7% → 3.1% → 4.0% → 4.4%	2.0% → 1.9% → 3.1% → 3.9%
개선폭 FY26F→FY28F	+1.9%p	+1.4%p	+2.0%p
FY26~28 증익 중 FY27 반영 비중	77%	57%	61%

자료: 각 사, 미래에셋증권 리서치센터

주: 순매출 기준. 호텔신라는 해외 TR 사업 포함. 2Q26은 실적. FY27 반영 비중 = (FY27F-FY26F)÷(FY28F-FY26F).

반올림 전 수치로 계산.

정상화 단계 역시 특정 일회성 이벤트의 종료 여부보다 현재 어떤 개선이 진행되고 있는지를 기준으로 구분할 필요가 있다. 신세계디에프는 고비용 구역 철수 이후 잔존 사업의 수익성을 높이는 단계이며, 호텔신라는 철수 효과와 거래 비용 개선이 연결 이익에 크게 반영되는 단계다. 현대면세는 신규 구역의 이익 기여 확대와 시내점 적자 축소가 이어지는 단계다.

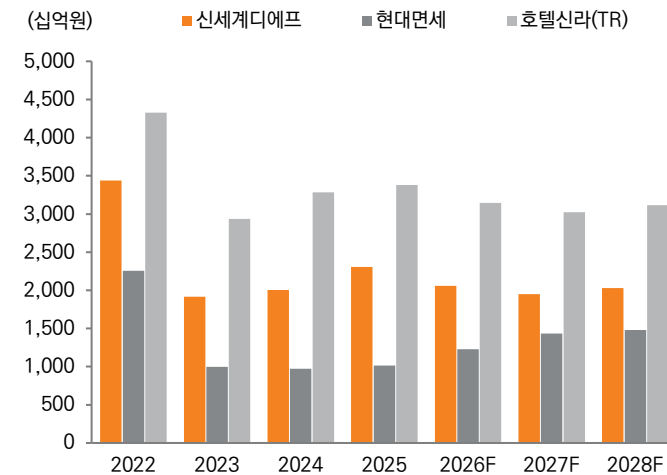
신세계디에프는 FY26~28년 면세 증익 중 약 77%가 FY27에 반영되는 경로다. DF2 철수 이후 낮아진 비용 부담이 연간 실적에 반영되고, 이후에는 잔존 사업의 수익성 개선이 추가 증익을 이끌 것으로 판단한다. FY28 면세 영업이익률을 7.1%로 추정하는 만큼 현재 실적을 정상화의 종결점으로 볼 수는 없다.

호텔신라는 면세 영업이익률이 FY26 3.1%에서 FY27 4.0%, FY28 4.4%로 개선될 것으로 예상된다. 같은 기간 면세 증익 중 FY27에 반영되는 비중은 약 57%다. 3Q26에 환율 재고 원가와 여객 연동 임차료로 마진이 낮아져 FY27 국내 면세 마진은 3Q26 수준에서 회복을 반영하지 않았고, FY28 증익에는 해외공항 손실 해소(재입찰 가정)가 포함된다.

현대면세는 같은 기간 면세 증익 중 FY27에 반영되는 비중이 약 61%다. 개선이 FY27에 집중되는 신세계디에프와 달리 FY28에도 상당한 증익을 가정하고 있다. 신규 구역의 운영 안정화와 구매력 강화, 시내점 적자 축소가 이어질 것으로 보기 때문이다. 따라서 현대면세는 낮은 출발점에 따른 개선 여력과 함께 그 개선을 뒷받침할 매입 조건 및 채널별 손익을 확인하는 것이 중요하다.

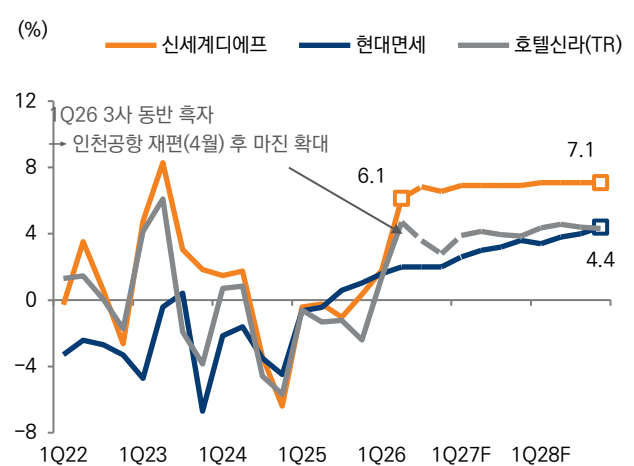
당사는 3사 면세 부문 합산 매출이 FY26 6조 4,321억원에서 FY28 6조 6,245억원으로 3.0% 증가할 것으로 추정한다. 같은 기간 영업이익은 2,258억원에서 3,389억으로 50% 증가할 전망이다. 이는 호텔신라의 해외 사업을 포함한 3사 면세 부문의 합산 전망으로, 국내 면세시장 전체의 성장률과는 구분된다.

그림 42. 면세 3사 연간 매출



자료: 각 사, 미래에셋증권 리서치센터

그림 43. 면세 3사 분기 영업이익률

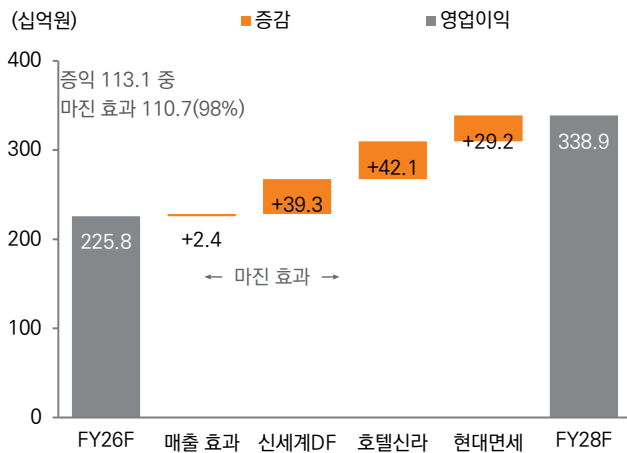


자료: 각 사, 미래에셋증권 리서치센터

증익의 중심은 수익성 개선이다. 회사별 FY26 영업이익률을 유지한 채 매출만 변한다고 가정하면 매출 변화의 이익 효과는 합산 약 24억원이다. FY28 매출에 이익률 상승을 적용한 효과는 약 1,107억원으로, 전체 증익 약 1,131억원의 대부분을 차지한다. 당사 전망이 외형 반등보다 거래 비용과 사업장 손익의 개선을 전제로 하고 있다는 의미다. 실제 이익 회복의 지속성은 이러한 마진을 뒷받침하는 할인·수수료 조건과 임차·운영비에서 확인될 것이다.

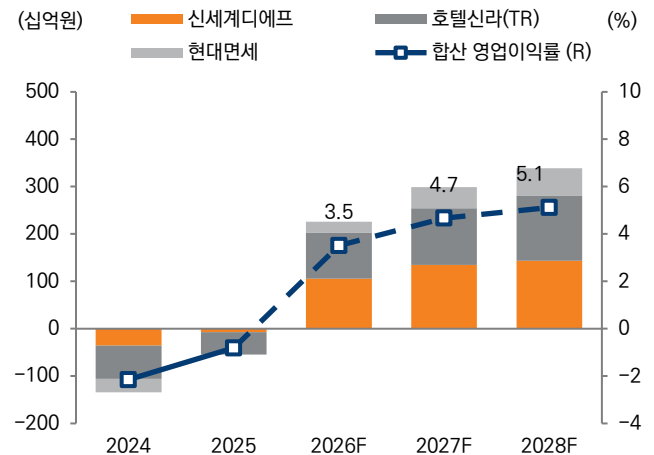
개선 시점도 분명하다. 합산 영업이익은 FY27 2,990억원으로 증가하고 FY28 3,389억원에 도달한다. FY26~28년 증익의 약 65%가 FY27에 반영되는 구조다. 비용 정상화의 효과가 FY26~27년에 집중되고 이후 증가 속도가 둔화된다는 판단을 반영했다. 매출 성장률이 낮다는 이유만으로 면세를 평가하면 이 시기의 이익 회복을 과소평가할 수 있다. 반대로 FY28 이후에는 철수 효과가 비교 기간에 모두 반영돼 전년 대비 증익 요인에서 빠진다.

그림 44. 면세 3사 증익 분해(FY26F→FY28F): 대부분 마진 효과



자료: 각 사, 미래에셋증권 리서치센터
주: 매출 효과 = 매출 변화 × FY26 영업이익률

그림 45. 면세 3사 영업이익과 합산 영업이익률: 증익의 65%가 FY27



자료: 각 사, 미래에셋증권 리서치센터

호텔신라: 면세 정상화의 실적 기여가 가장 직접적이다

종목을 가르는 것은 면세 부문의 개선 폭과 함께 그 개선이 연결 이익에서 차지하는 비중이다. 당사 추정에서 FY26~28년 3사 면세 증익 약 1,131억원 중 호텔신라의 증가분은 약 413억원으로 36.5%를 차지한다. 세 회사 가운데 증익 규모가 가장 크다.

연결 실적에서 차지하는 비중도 높다. 호텔신라 면세 부문은 FY26 연결 영업이익의 53.6%, FY28에는 55.4%를 차지한다. FY26~28년 연결 영업이익 증가분 중 면세 부문 증가분의 비율은 60.0%로, 신세계 12.9%와 현대백화점 20.1%보다 높다. 신세계와 현대백화점에서는 백화점과 다른 자회사의 손익 변화가 연결 실적에 큰 영향을 미치는 반면, 호텔신라는 면세 정상화가 연결 증익의 중심을 차지한다.

표 20. 면세 3사의 연결 실적 기여 (FY26F→FY28F)

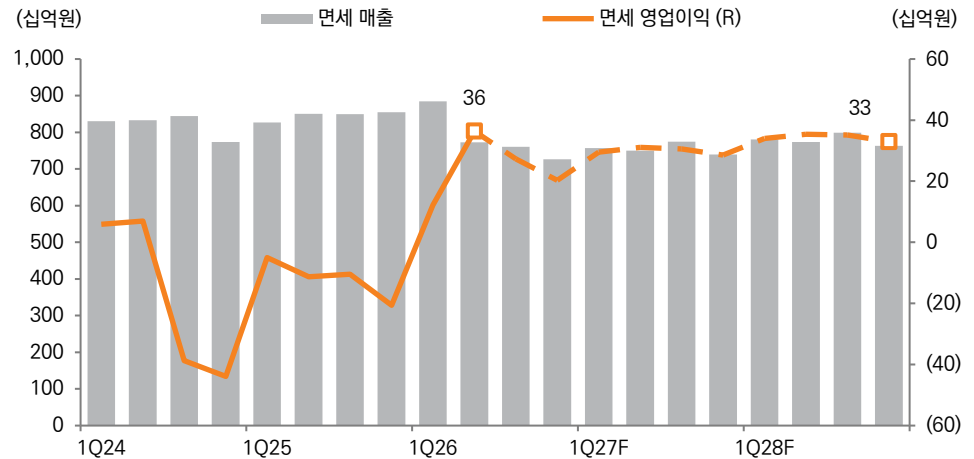
구분	신세계디에프	호텔신라	현대면세
면세 매출 (억원)	20,599→20,281	31,440→31,157	12,282→14,807
면세 영업이익 FY26F→FY27F→FY28F (억원)	1,059→1,348→1,436	962→1,197→1,375	237→445→578
면세 영업이익 증가 (억원)	377	413	341
3사 면세 증익(1,131억원) 중 비중	33.30%	36.50%	30.20%
연결 영업이익 (억원)	7,586→10,510	1,793→2,481	3,889→5,590
연결 영업이익 내 면세 비중	14.0%→13.7%	53.6%→55.4%	6.1%→10.3%
연결 증익 대비 면세 증익	12.90%	60.00%	20.10%

자료: 각 사, 미래에셋증권 리서치센터

호텔·레저 부문의 이익 기여도 이어지지만 추가 개선의 중심이 면세에 있다는 점이 이번 투자포인트와 연결된다. 세 회사 모두 면세 이익의 증가가 예상되는 가운데, 호텔신라는 개선 규모가 가장 크고 그 변화가 연결 실적에 전달되는 비중도 가장 높다. 3Q26에는 DF1 철수 효과가 온기로 반영됐지만 환율 재고 원가와 여객 연동 임차료로 면세 영업이익률이 2분기 4.7%에서 3.6%로 낮아졌다. 향후에는 낮아진 이익 수준을 회복할 수 있는지가 중요하다. 알선수수료 공시는 이를 추적하는 데 유용하지만, 판단의 대상은 특정 비용을 하나가 아니라 할인 조건과 매출총이익, 잔존 사업장의 임차·운영비를 합친 면세 부문의 수익성이다.

정상화 이후에는 낮아진 비용 부담을 유지하는 능력이 중요하다. TAC 정상화에는 한계가 있다. 알선수수료와 할인 부담이 낮아진 이후에는 추가로 줄일 여지가 제한되고, 적자 사업장 철수에 따른 비용 감소도 비교 기간에 모두 반영되면 전년 대비 증익 효과가 축소된다. 신세계가 설명한 대량판매 할인율도 현재 40% 초중반 수준에 머물러 있다. 당사는 비용 절감을 FY26~27에 집중되는 정상화 레버리지로 보고, 그 이후의 성장은 매출총이익 확대에서 찾는다.

그림 46. 호텔신라 면세 매출과 영업이익



자료: 호텔신라, 미래에셋증권 리서치센터

따라서 면세산업을 평가할 때는 ① 동일한 집계 범위의 타이공 비중, ② 알선수수료 부담, ③ 대량판매 할인율, ④ 임차·운영비, ⑤ 구매객 수와 객단가, ⑥ 거래액·순매출의 인식 기준을 고려한 수익성을 함께 봐야 한다. 전체 TR 매출 대비 알선수수료 비율이 일정 수준에서 멈춘다는 사실만으로 정상화의 종료를 뜻하진 않는다. 매출 구성 변화로 비율이 달라질 수 있고, 수수료가 안정돼도 매입 조건과 운영 효율에서 추가 개선이 발생할 수 있기 때문이다.

FY28 이후 이익 성장은 낮아진 비용 부담을 유지한 상태에서 잔존 사업의 매출총이익을 얼마나 늘릴 수 있는지에 달려 있다. 시내점은 수수료와 할인 경쟁이 재차 확대되지 않는 가운데 수익성 높은 구매를 확보해야 한다. 객당 임대료를 지급하는 공항점은 여객당 매출 총이익이 임차료와 기타 변동비를 충분히 웃돌아야 여객 증가가 증익으로 이어진다. 비용 정상화 이후에는 구매객과 객단가의 회복이 실제로 얼마의 이익을 남기는지가 중요해지는 것이다.

결국 이번 면세 업태의 핵심은 고비용 트래픽과 비효율 자산을 정리하면서 거래당 이익을 회복하는 데 있다. 당사는 FY26~27년 비용 정상화가 이익 회복을 주도하고, 이후에는 잔존 사업의 수익성 유지와 매출총이익 확대가 성장을 이어갈 것으로 판단한다. 이에 면세 정상화에 따른 증익 규모와 연결 실적 기여가 가장 큰 호텔신라를 관심종목으로 제시한다.

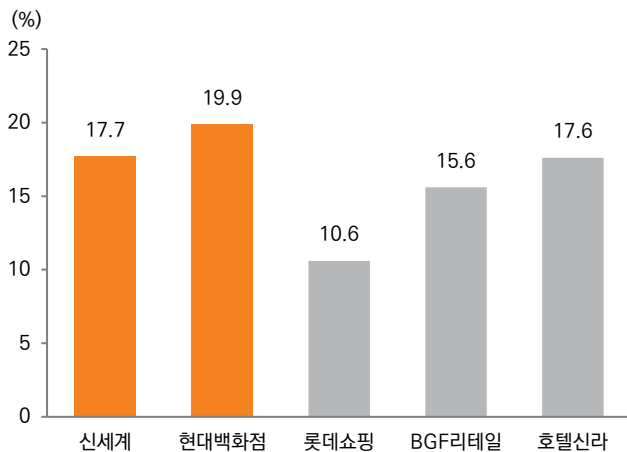
투자전략 및 Valuation

커버리지 5사 영업이익 2025~2028년 연평균 24.9% 성장 전망

국내 유통 업종에 대해 투자 의견 '비중확대(Overweight)'로 커버리지를 개시한다. 이번 사이클의 증익은 시장 성장보다 기존 자산에 얹히는 추가 트래픽과 저수익 사업장 정리에서 나온다. 종목 선정에서는 초기 이익 회복의 크기와 함께 비용 정상화 이후에도 증익이 이어질 수 있는지를 중시한다. 외국인 수요를 추가 출점 없이 기존 점포의 이익으로 전환하는 백화점에 우선순위를 두며, 국내 최선호주로 신세계, 차선호주로 현대백화점을 제시한다. 편의점은 점포당 생산성과 상품 믹스 개선을, 면세는 공항 철수 이후 남은 사업의 수익성 유지를 중심으로 평가한다.

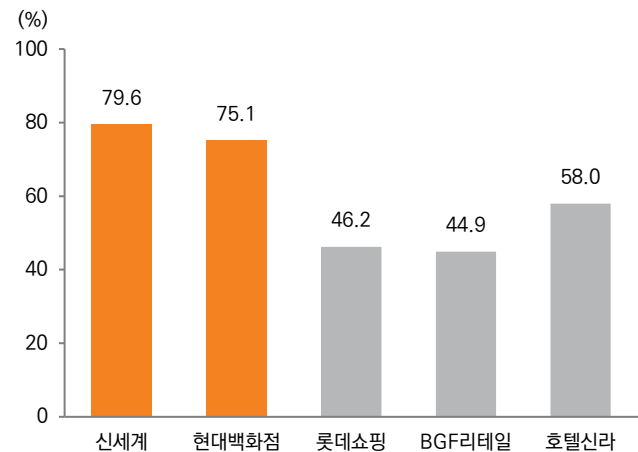
커버리지 5사의 연결 합산 매출은 2025년 38.0조원에서 2028년 42.5조원으로 연평균 3.8% 증가하는 반면, 영업이익은 1조 6,724억원에서 3조 2,618억원으로 연평균 24.9% 증가할 전망이다. 같은 기간 합산 영업이익률은 4.4%에서 7.7%로 상승한다. 이 수치에는 적자 공항 면세점 철수와 낮은 기저에 따른 초기 회복이 포함돼 있다. 투자 판단에서 주목하는 것은 이익 회복 폭이 큰 2026년을 기준으로 2028년까지 연평균 15.5%의 증익이 예상된다는 점이다. 기존점 성장과 수익성 개선이 이어지는 기업은 초기 정상화 효과가 줄어든 이후에도 이익을 늘릴 수 있다.

그림 47. 커버리지 5사 영업이익 연평균 증가율(2026F→2028F)



자료: 각 사, 미래에셋증권 리서치센터 추정

그림 48. 커버리지 5사 목표주가 상승여력



주: 10월 26일 종가 기준

자료: 미래에셋증권 리서치센터

현재 밸류에이션에는 증익의 지속성에 대한 신중한 평가가 반영돼 있다고 판단한다. 10월 26일 증가와 컨센서스 기준 12개월 선행 P/E는 신세계 5.1배, 현대백화점 5.0배로, 동일 기준의 10년 평균인 9.0배와 7.2배를 밑돈다. 7월 이후 원화 강세로 외국인 소비 둔화 우려가 커졌지만, 원/위안 환율이 200원 안팎인 9월에도 텍스리펀드를 더한 명품의 실질 가격 격차는 8~14%로 남아 있고, 1~9월 방한 외국인은 1,711만 명으로 21.5% 늘어 8월에는 월간 최고치를 기록했다. 환율은 증가 속도를 조절하는 변수이지 수요의 방향을 되돌리는 변수는 아니라고 판단한다. 3Q26 실적은 내국인 성장률과 면세 수익성 가정의 타당성을 확인하는 첫 계기다. 호텔신라는 면세 수익성이 당사 가정을 하회해 이를 추정에 반영했으며, 나머지 네 종목은 내국인 매출 성장률과 면세 수익성 가정의 유지 여부가 확인 대상이다.

밸류에이션은 각 사의 이익 구조와 비교 가능한 과거 평가 수준을 기준으로 산정했다. 신세계·현대백화점·BGF리테일은 2027년 예상 EPS를 적용했다. 백화점 두 회사의 경우 2027년은 신세계의 DF2 철수와 현대백화점의 DF2 개장 효과가 각각 연간 실적에 온전히 반영되는 첫해다. 두 회사의 목표 P/E는 중국 단체관광객 무비자 시행 후 첫 12개월(2025년 10월~2026년 9월)의 일회성 손익을 조정한 선행 P/E 평균으로, 각각 8.4배와 9.0배다. 무비자 시행은 인바운드 확대 국면을 관찰하는 정책적 기준점이며, 해당 평가 수준의 회복에는 기존점 성장과 수익성 개선의 지속이 필요하다.

BGF리테일은 업태가 성장하던 2024년의 P/E를, 호텔신라는 DF1 반납 의결 이후 1년의 EV/EBITDA를, 롯데쇼핑은 이익 회복을 확인한 4Q25 실적 발표 이후부터 평가 기준일까지의 PBR을 적용했다.

표 21. 커버리지 목표주가 산정 요약

종목	기준 이익·BPS	목표배수	배수 근거	목표주가	현재주가	상승여력
신세계	2027E EPS 52,434	P/E 8.4	무비자 시행 후 첫 12개월(2025.10~2026.9) 12MF 평균(일회성 손익 조정)	440,000	248,000	77.4
현대백화점	2027E EPS 14,233	P/E 9.0	무비자 시행 후 첫 12개월(2025.10~2026.9) 12MF 평균(일회성 손익 조정)	128,000	75,100	70.4
롯데쇼핑	2Q26 BPS 540,925	P/B 0.22	4Q25 실적 발표 이후~평가 기준일 월말 P/B 평균(2Q26 BPS 기준)	119,000	82,300	44.6
BGF리테일	2027E EPS 17,131	P/E 10.8	2024년 12MF 평균. 업태 성장기 수준	185,000	127,800	44.8
호텔신라	2027E EBITDA 3,447억원	EV/EBITDA 8.8	DF1 반납 의결 이후 1년 평균 12MF EV/EBITDA	55,000	34,850	57.8

자료: 미래에셋증권 리서치센터

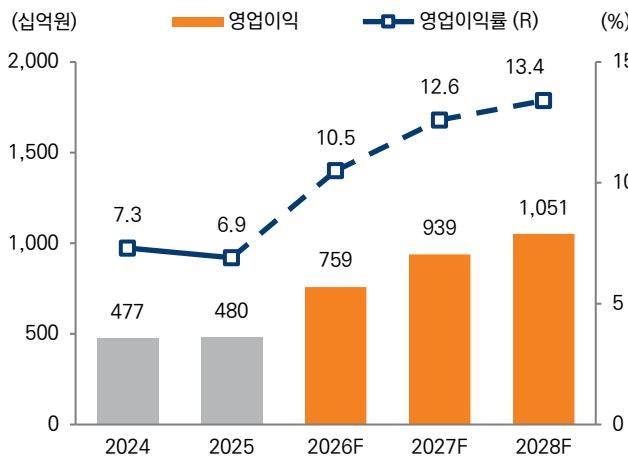
최선희주 신세계 목표주가 440,000원 제시

신세계에 대해 투자 의견 '매수', 목표주가 440,000원을 제시한다. 목표주가는 2027E EPS 52,434원에 2025년 9월 중국 단체관광객 무비자 시행 후 첫 12개월의 선행 P/E 평균 8.4배를 적용했다. 10월 26일 기준 2027E P/E는 4.7배이며 상승여력은 79.6%다. 명품 매출 비중 46%의 상품 구성과 명동·강남·부산의 대형 점포는 소비 양극화와 인바운드 확대의 수혜를 집중적으로 확보할 수 있는 기반이다.

외국인 매출 비중은 2026년 8.3%에서 2028년 10.8%로 높아지고, 리뉴얼로 확보한 공간에서 매출이 늘어나는 동안 비용 증가율이 매출 증가율을 밑돌면서 기존 투자의 이익 회수가 이어진다. 연결 영업이익은 2026년 7,586억원에서 2028년 1조 510억원으로 연평균 17.7%, EPS는 43,423원에서 60,118원으로 연평균 17.7% 증가할 전망이다. 영업이익률은 10.5%에서 13.4%로 오른다. 이 중 백화점 영업이익은 4,922억원에서 6,940억원으로 연평균 19% 늘어 연결 증익의 69%를 차지한다. 증분 마진이 2Q26 실적 기준 46%와 비슷한 45~48%로 유지되면서 백화점 영업이익률은 16.6%에서 20.4%로 오른다. 손상차손으로 순이익이 낮아진 2025년을 제외해도 이익 성장 경로가 유지된다는 점에 주목한다.

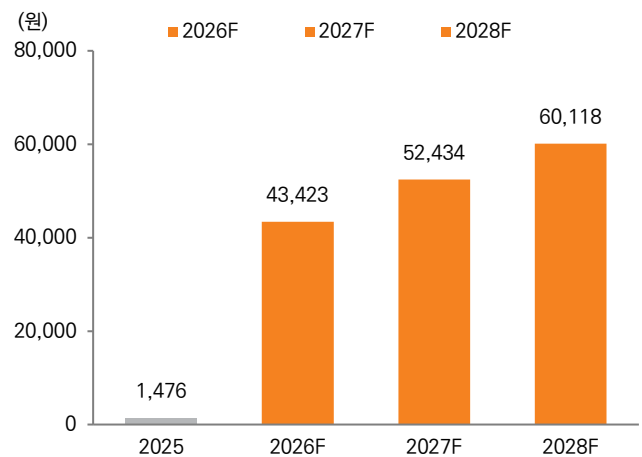
재평가의 확인 지표는 백화점 기존점 이익률과 면세 이익의 유지 여부다. 내국인 소비 증가세가 완만해지는 가운데 외국인 매출 확대가 본업 증익으로 이어지고, DF2 철수 이후 개선된 면세 손익이 유지돼야 한다.

그림 49. 신세계 연결 영업이익과 영업이익률



자료: 신세계, 미래에셋증권 리서치센터 추정
주: 2026F부터 당사 추정

그림 50. 신세계 EPS: 2028F까지 연평균 18% 증가



자료: 신세계, 미래에셋증권 리서치센터 추정
주: 2025년은 DF2 관련 손상차손 반영. 2026F부터 당사 추정

차선회주 현대백화점과 업태별 투자 대상

현대백화점은 투자이건 '매수', 목표주가 128,000원으로 차선회주로 제시한다. 2027E EPS 14,233원에 중국 단체관광객 무비자 시행 후 첫 12개월의 선행 P/E 평균 9.0배를 적용했다. 10월 26일 기준 2027E P/E는 5.1배다. 연결 영업이익의 2026~2028년 연평균 증가율은 19.9%로 신세계보다 높지만 증익의 원천이 다르다. 같은 기간 영업이익 증가분에서 신세계는 백화점(연결조정 포함)이 약 69%, 면세가 13%를 차지하는 반면, 현대백화점은 백화점이 37%이고 지누스 손실 축소와 면세 증익이 각각 43%, 20%다. 당사는 기존점 매출과 이익률로 성장 경로를 확인할 수 있는 백화점 본업의 증익에 더 높은 비중을 두며, 이를 선호 순위에 반영했다. 그럼에도 백화점 본업의 높은 수익성은 강점이며, 2027년 하반기 신규점 비용을 반영한 이후에도 연결 이익 개선이 이어질 것으로 본다. 지누스의 정상화 속도와 신규점 비용 부담이 추정치와 재평가의 주요 변수다.

표 22. 유통 커버리지 5사 투자포인트 및 실적 전망

(십억원, %, 배)

종목	투자이건·목표주가	시가총액	투자포인트	연도	매출액	영업이익	OPM	P/E
신세계 004170 KS	투자이건 매수	2,314	1) 외국인 매출, 회사 계획보다 빠르다	2026F	7,191	759	10.5	5.6
	목표주가 440,000		2) 명품 46%: 트래픽은 명품, 이익은 의류와 공간	2027F	7,476	939	12.6	4.7
	상승여력 79.6%		3) 면세: 적자 사업장 제거가 리레이팅 동력	2028F	7,847	1,051	13.4	4.1
현대백화점 069960 KS	투자이건 매수	1,576	1) 백화점 레버리지: 고정비가 가벼운 구조	2026F	4,345	389	8.9	6.4
	목표주가 128,000		2) 외국인 가족: 6월 +92%	2027F	4,787	487	10.2	5.1
	상승여력 75.1%		3) 면세: 핵심 공항 구역을 저가 확보	2028F	5,000	559	11.2	4.5
롯데쇼핑 023530 KS	투자이건 매수	2,303	1) 백화점: 패션 회복과 외국인 유입	2026F	14,323	789	5.5	7.9
	목표주가 119,000		2) 할인점: 경쟁 완화로 기존점 수익성 개선	2027F	14,827	875	5.9	6.8
	상승여력 46.2%		3) 홈쇼핑: 편성 재편으로 이익 체력 개선	2028F	15,268	966	6.3	5.6
BGF리테일 282330 KS	투자이건 매수	2,207	1) 질적 구조조정 이후 양적 성장	2026F	9,533	328	3.4	9.2
	목표주가 185,000		2) 외국인이 객수와 마진을 함께 올린다	2027F	9,972	394	3.9	7.5
	상승여력 44.9%		3) 담배 비중 하락으로 상품 이익률 상승	2028F	10,376	438	4.2	6.7
호텔신라 008770 KS	투자이건 매수	1,366	1) DF1 철수: 분기 200억원 적자 제거	2026F	3,926	179	4.6	16.5
	목표주가 55,000		2) 남은 면세는 비용 구조가 다르다	2027F	3,871	215	5.5	10.8
	상승여력 58.0%		3) 호텔이 이익률을 끌어올린다	2028F	4,038	248	6.1	9.1

자료: 미래에셋증권 리서치센터

주: 2026.10.26 종가 기준. 실적은 당사 추정. P/E는 지배주주 EPS 기준

BGF리테일은 투자이건 '매수', 목표주가 185,000원을 제시한다. 2027E EPS 17,131원에 2024년 12개월 선행 P/E 평균 10.8배를 적용했다. 초점 고성장기를 지나 업태가 완만하게 성장하던 시기의 평가 수준이다. 현재 주가의 2027E P/E는 7.5배다. 점포당 생산성과 상품 믹스 개선에 따른 이익 회복에 투자하되, 매출총이익률 개선과 감가상각비 증가율 둔화가 함께 확인돼야 한다. 영업이익률은 2026년 3.4%에서 2028년 4.2%로 상승할 것으로 추정한다.

호텔신라는 투자 의견 '매수', 목표주가 55,000원을 제시한다. 2027E EBITDA 3,447억원에 DF1 반납 의결 이후 1년인 2025년 10월~2026년 9월의 당사 추정 EBITDA 기준 평균 EV/EBITDA 8.8배를 적용했다. 3Q26 실적을 반영해 이익 추정을 낮췄으며, 같은 구간을 수정 추정으로 다시 계산한 평균(9.7배)은 분모 하향에 따른 상승이어서 적용하지 않았다. 비용 정상화 기대가 반영된 기간을 평가 기준으로 삼았으며, 시내점 수익성과 해외공항 임차료 조건의 불확실성을 감안해 추가 프리미엄은 적용하지 않았다. 면세 정상화의 연결 실적 기여가 가장 큰 종목으로, 3Q26에는 환율 재고 원가와 여객 연동 임차료로 면세 영업이익률이 3.6%로 낮아져, 남은 면세사업의 이익 회복 여부가 중요하다. 목표주가는 기업가치에서 조정 순차입금과 리스부채, 비지배지분을 차감하고 우선주와 보통주에 가치를 배분해 산정했다.

롯데쇼핑은 투자 의견 '매수', 목표주가 119,000원을 제시한다. 2Q26 지배주주지분 기준 BPS 540,925원에 PBR 0.22배를 적용했다. 0.22배는 4Q25 실적 발표(2월 6일) 이후 평가 기준일(10월 26일)까지의 월말 주가를 2Q26 BPS로 나눈 평균이다. 토지 재평가로 바뀐 자산 기준은 BPS에 반영하고, 배수는 실적 회복이 확인된 이후의 평가 수준을 참고했다. 백화점 증익에 할인점·홈쇼핑 등 비백화점 손익 개선이 더해지면서 연결 영업이익은 2026년 7,894억원에서 2028년 9,661억원으로 증가할 전망이다. 재평가의 핵심은 영업이익 개선이 투자·리스 지급 이후의 현금흐름과 차입금 축소로 이어지는지다.

표 23. 커버리지 및 글로벌 Peer 밸류에이션 (조원, 배, %)

구분	기업명	시가총액	매출액		영업이익		P/E		P/B		EV/EBITDA		주가수익률	
			26F	27F	26F	27F	26F	27F	26F	27F	26F	27F	1M	YTD
커버리지	신세계	2.3	7.3	7.6	0.78	0.86	5.6	5.0	0.5	0.4	6.4	5.9	-29.4	-1.2
	현대백화점	1.6	4.3	4.6	0.40	0.50	5.9	4.8	0.3	0.3	5.3	4.6	-24.2	-17.5
	롯데쇼핑	2.3	14.3	14.7	0.78	0.85	7.5	6.0	0.1	0.1	8.6	7.8	-21.7	12.3
	BGF리테일	2.2	9.5	9.9	0.31	0.34	9.6	8.5	1.5	1.3	3.6	3.2	-3.9	21.5
	호텔신라	1.4	4.0	4.1	0.19	0.22	14.0	9.8	1.1	1.0	7.5	6.5	-13.3	-22.5
일본 백화점	이세탄미쓰코시	11.1	4.8	4.9	0.73	0.76	19.2	19.3	2.0	1.9	11.6	11.1	7.8	58.4
	J.프론트리테일링	6.4	3.9	4.0	0.42	0.45	22.0	20.5	1.6	1.6	11.5	11.1	4.1	28.5
	다카시마야	5.5	4.3	4.4	0.51	0.53	15.4	15.0	1.3	1.2	9.9	9.4	0.5	30.7
글로벌 편의점	세븐앤아이	41.7	89.0	87.7	3.63	3.63	17.3	17.5	1.4	1.3	7.5	7.4	6.5	-5.1
	쿠시타르	71.8	116.7	115.6	5.91	6.40	18.2	16.5	3.0	2.9	9.5	8.7	5.4	10.3
	CP All	15.4	40.9	42.7	2.23	2.35	12.9	11.8	2.6	2.3	10.1	9.4	0.0	1.1
	케이시스	34.5	27.8	27.8	1.51	1.64	33.1	30.2	5.9	5.2	17.1	15.7	17.6	27.4
글로벌 종합유통	월마트	1,265	998.8	1,043	44.93	48.78	41.7	37.3	8.9	8.0	20.3	18.9	11.4	8.0
	타깃	89.4	144.7	149.0	8.65	8.00	14.5	15.4	3.7	3.4	8.1	8.4	-5.7	51.9
	테스코	58.9	133.2	136.7	5.88	6.18	16.9	15.5	3.0	2.9	8.3	8.0	12.8	20.8
	까르푸	15.0	121.6	124.7	3.21	3.55	8.5	7.6	0.9	0.8	3.4	3.3	-15.0	-3.2
	이온	28.1	100.4	102.9	2.69	3.02	49.0	38.8	2.7	2.6	8.4	8.1	-7.7	-51.5
글로벌 면세	중국중면	20.6	11.0	12.2	1.23	1.45	22.3	19.0	1.8	1.7	10.3	8.8	-1.3	-46.3
	아볼타	10.3	22.3	23.7	1.55	1.72	13.2	12.1	3.2	3.0	6.8	5.3	6.3	-3.6

자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

주: 2026.10.26 종가, 블룸버그 컨센서스 기준(커버리지 포함). 26F·27F = 1FY·2FY로 일본 3월 결산사는 회계연도 기준. 시가총액·매출액·영업이익은 원화 환산

리스크

시장의 가장 큰 우려는 원화 강세와 중국 변수에 따른 외국인 수요 둔화다. 당사는 방문 수요와 일부 품목의 가격 매력이 유지되고 있어, 현재의 원화 강세가 백화점 증익의 방향을 바꾸기보다는 외국인 매출의 성장 속도를 낮추는 변수로 작용할 것으로 본다. 당사 추정 기준 2027년 외국인 매출 비중은 신세계와 현대백화점 모두 백화점 매출의 9.9%다. 아직 내국인 매출 비중이 큰 만큼 외국인 수요 둔화의 직접적인 실적 영향은 일부 완충된다. 다만 외국인은 향후 성장 기대를 뒷받침하는 수요여서, 위축이 장기화되면 실적 하향과 함께 평가 배수의 회복도 지연될 수 있다.

원화 강세와 중국. 방문과 쇼핑 지출은 따로 봐야 한다. 원화가 강해진 8월에도 방한 외국인은 225만 명으로 월간 최고치를 기록했고, 9월에도 206만 명으로 21.1% 늘었다. 원/위안 환율이 200원 안팎인 9월에도 텍스리퍼드를 더한 명품 두 품목의 실질 가격 격차는 8~14% 남아 있다. 다만 방문객 증가가 구매액 증가를 보장하지는 않으며, 환율 변화는 방문 수요보다 객단가와 구매 품목에 먼저 반영될 수 있다. 당사는 관광소비 총액 추정에서 1인당 지출 증가를 가정하지 않았다. 원화 강세 구간인 3분기 방일 한국인의 쇼핑 지출은 783억엔으로 전년 동기 대비 66.2% 증가했다(일본 관광청 인바운드 소비동향조사 1차 속보). 내국인 쇼핑 수요의 일본 이동이 9월 국내 백화점 명품 매출 증가세 둔화에 일부 영향을 미쳤을 가능성이 있다. 남은 위험은 매출 집중이다. 신세계백화점의 중국인 고객 비중은 고객 수 기준 48.5%로 낮아졌지만 매출 기준으로는 아직 약 70%다. 고객 국적은 분산되고 있지만 매출은 여전히 중국인 의존도가 높아, 중국 정책 변화에 따른 위험은 방문객 수뿐 아니라 구매액과 고가 상품 소비의 변화로 점검할 필요가 있다.

내국인 소비와 상품 믹스. 백화점 매출의 대부분은 여전히 내국인이 만든다. 고가 상품군 중심의 소비 회복에는 자산효과도 반영돼 있어 증시 흐름에 따른 변동성이 남아 있다. 내국인 소비가 예상보다 둔화되면 외국인 매출 증가만으로 이를 상쇄하기 어려울 수 있으며, 기존점 매출 증가에 따른 고정비 흡수도 약해질 수 있다. 상품 구성 역시 확인해야 한다. 수수료율이 낮은 명품 비중이 높아지면 거래액 증가가 순매출 증가로 충분히 이어지지 않을 수 있다. 따라서 전체 거래액뿐 아니라 순매출 증가율과 상대적으로 수익성이 높은 의류 등 일반 상품군의 성장 여부를 함께 봐야 한다.

면세 마진과 할인 경쟁. 면세는 원화 강세가 구매 수요뿐 아니라 거래 마진에도 영향을 줄 수 있다. 국산 화장품 등 원화로 매입한 상품은 원화가 강해지면 달러 판매가를 높여 가격 경쟁력이 약해지거나, 판매가를 유지하면서 원화 환산 마진이 줄어들 수 있다. 호텔신라는 3Q26에 고환율 시기 매입 재고의 원가 부담으로 TR 영업이익률이 2분기 4.7%에서 3.6%로 낮아졌고, 4분기에도 부담이 이어질 것으로 전망된다. 당사 추정에서 면세 3사의 FY26~28년 증익 약 1,131억원 중 98%는 이익률 개선에서 나온다. 따라서 매출 회복 여부만큼 개선된 거래조건과 비용 구조가 유지되는지가 중요하다. 매출을 되찾기 위해 타이공 할인과 알선수수료를 다시 높이거나 해외공항 임차료 감면이 종료되면, 철수 이후 개선된 수익성이 다시 낮아질 수 있다. 9월 외국인 면세 매출은 달러 기준 1.5%, 시내점은 3.3% 줄어, 비용 정상화 이후의 증익은 매출 회복과 거래당 수익성에 달려 있다.

표 24. 주요 확인 일정과 재평가 조건 (4Q26~4Q27)

시점	구분	이벤트	종목	확인 지표	판단 변화
'26.10~11	확정	K-세일페스타(10.29~11.15)	백화점 3사, BGF	기존점 내국인 매출	하향: 2027년 내국인 성장률 2%p 하회 시 신세계·현대 목표주가 3~5% 하락
'26.11 중순	예상	3Q26 실적	전 종목	외국인 매출 증가의 기존점 이익률 전환, 신세계·현대 면세 원가율(호텔신라 3Q TR 영업이익률 3.6%), 현대 DF2 일평균 매출, BGF 감가상각비	유지: 가정 부합 / 상향: 현대 DF2 일평균 매출 가정 상회 / 하향: 신세계 면세 2H 분기 영업이익 295~326억원·현대 면세 2H 영업이익률 2.0% 하회, BGF 감가상각비가 매출에 연동해 증가
'26 연내	예상	자사주 1.1% 소각, GF홀딩스 지분 40%	현대백화점	회사 계획 이행	수급: 밸류에이션 항목 아님
'26.4Q	확정	해외공항 임차료 감면 합의(홍콩 2026년 말·싱가포르 2028.3), 홍콩 입찰(2027.1, 결과 4~5월)	호텔신라	홍콩 2027년분 감면, 입찰 조건(회사: 손익분기 이상)	하향: 홍콩 감면이 2027년 1~3분기에 적용되지 않으면 호텔신라 목표주가 약 - 7%(51,000원)
'26 말	정책 점검	중국 단체관광 무비자 연장 여부	백화점 3사, 호텔신라	현행 시험(2026년 말, 보도 기준) 이후 연장·상시화	하향: 2027년 외국인 매출이 당사 추정 대비 30% 감소하면 2027E EPS 신세계 약 -5%, 현대 약 -8%
'26.11~'27.2	예상	롯데 센텀시티점 양수도 공정위 심사·거래 종결	신세계, 롯데쇼핑	인수가, 승인 조건, 영업 종료·재개장 시점, 리뉴얼 투자비	신세계: 인수가·투자비를 순차입금·감가상각비에 반영 / 롯데: 매각대금 유입 시 순차입금 축소, 장부가 대비 차이는 손익·BPS에 반영
'27.2 초	예상	4Q26 실적, 손상차손	신세계, 현대, 롯데	4Q 영업외손실 규모(신세계 손상 반영분 110억원, 현대 영업외손실 723억원 가정 대비), 연간 현금흐름, 롯데 센텀시티점 매각예정 분류 손익	할인 축소: 손상 축소·현금흐름 개선 / 하향: 손상 재확대 시 EPS
'27.2.6 전후	확정	춘절 연휴	백화점 3사, 호텔신라	높아진 기저에서 외국인 비중 상승 폭	유지: 신세계 분기 +0.3%p 가정 충족 / 하향: 하회 시 2027E 외국인 매출
'27.2	확정	사채 만기 2,600억원	호텔신라	차환 금리	이자비용·순이익·현금흐름 영향. EBITDA에는 직접 영향 없으나 향후 순차입금에 영향 가능
'27.2~3	예상	결산배당, 주총, 밸류업 이행	신세계, 롯데, BGF	신세계 FY27 ROE 7% 이행, 롯데 2027년 이후 환원 정책	할인 축소: 롯데 환원을 상향 시 P/B 할인 축소 근거
'27.4	확정	사채 만기 1,300억원	호텔신라	차환 금리	이자비용·순이익·현금흐름 영향. EBITDA에는 직접 영향 없으나 향후 순차입금에 영향 가능
분기마다	가능	교환사채 풋옵션	호텔신라	풋옵션 행사일에 주가의 교환가액(62,200원) 하회 여부	현금 상환 시 현금과 사채가 함께 감소해 순차입금 불변. 교환·미교환 모두 목표주가 55,000원
'27.6.30	가능	외국인 숙박 부가세 환급 특례 종료(정부안)	호텔신라	국회 통과 여부	하향 점검: 호텔 객실단가 가정
'27.7~8	—	중국인 방한 급증 1년 차	백화점 3사, 호텔신라	성장률 둔화 속 영업이익률 유지	유지: 이익률 유지 시 목표배수 유지 / 하향: 6월 고점 제외 평균(7.7배·8.4배) 적용 시 -6~-8%
'27.10 초	확정	국경절 연휴	백화점 3사, 호텔신라	방한객의 정부 목표(2,600만명) 대비 진척	유지·하향: 2027E 외국인 매출 가정 점검

자료: 각 사, 언론, 미래에셋증권 리서치센터

Global Company Analysis

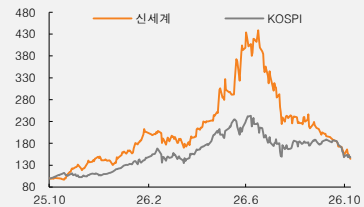
투자 의견(신규)	매수
목표주가(신규)	440,000원
현재주가(26/10/29)	248,000원
상승여력	77.4%

영업이익(26F, 십억원)	759
Consensus 영업이익(26F, 십억원)	778

EPS 성장률(26F, %)	2,914.8
MKT EPS 성장률(26F, %)	278.0
P/E(26F, x)	5.7
MKT P/E(26F, x)	5.4
KOSPI	5,937.66

시가총액(십억원)	2,342
발행주식수(백만주)	9
유동주식비율(%)	63.0
외국인 보유비중(%)	31.7
베타(12M) 일간수익률	0.54
52주 최저가(원)	171,500
52주 최고가(원)	776,000

(%)	1M	6M	12M
절대주가	-27.1	-39.0	41.0
상대주가	-15.6	-31.3	-3.1



[유통]

김나미
nami.kim@miraeasset.com

신세계

백화점 성장에 면세 정상화가 더해진다

투자 의견 매수, 목표주가 440,000원으로 커버리지 개시

2026년 국내 유통 최선호주로 신세계를 제시한다. 동사는 ① 외국인 매출 호조에 따른 백화점 이익 상황 사이클이 지속되고, ② 2025년 순이익을 훼손했던 DF2 철수 손상차손과 자회사 적자가 2026년 사라지며, ③ 명품 매출 비중 46%의 차별화된 포트폴리오로 소비 양극화와 인바운드 확대의 수혜를 동시에 누릴 전망이다. 목표주가는 2027E EPS(52,434원)에 2025년 9월 중국 단체관광객 무비자 시행 이후 12MF P/E 평균 8.4배를 적용했다.

외국인 매출: 예상보다 빠른 성장, 실적 상향의 핵심

동사의 외국인 매출은 연초 목표를 이미 넘어섰다. 전점 외국인 매출 비중은 1Q26 6.9%에서 2Q26 8.2%로 확대됐으며, 본점(29.9%)·강남·센텀시티 중심의 침투율 확대가 성장을 견인하고 있다. 전점 비중의 상승은 본점에서 확인된 침투가 나머지 점포로 확산되는 과정이며, 여기에 내국인의 두 배에 달하는 객단가가 순증 트래픽으로 붙어 총이익 절대액이 커지고 고정비가 희석되는 영업 레버리지 확대가 기대된다. 원화 9.3% 절상에도 7월 외국인 매출이 120% 늘어 수요 성장이 확인됐다.

명품 46% 비중: 트래픽은 명품이, 이익은 의류와 공간이 만든다

동사는 명품 매출 비중이 46%에 이르며, 대형 점포와 리뉴얼 중심 전략으로 시장점유율을 지속 확대하고 있다. 2Q26 명품은 +41% 신장했고, 그중 주얼리·시계가 +63%로 고객단가가 높은 카테고리 성장을 견인했다. 명품이 집객을 이끄는 가운데 고마진 의류(비중 23%) 매출도 늘어 매출총이익 절대액과 고정비 흡수가 개선되고 있다. 기존 점포의 대규모 리뉴얼이 대부분 마무리된 만큼, 향후에는 CAPEX 부담보다 투자 성과가 실적으로 연결되는 회수 구간이 이어질 전망이다.

면세: 적자 제거가 이익 성장의 핵심

4Q25에는 신세계디에프 사용권자산 손상차손 약 1,478억원(영업외)으로 순이익이 훼손됐다. FY26에는 추가 일회성 비용 없이 임차료 할인율 하락으로 면세 수익성 개선이 본격화될 전망이다. 면세 영업이익은 상반기 439억원으로 흑자 전환했고 DF2 철수 효과(월 약 80억원)는 3분기부터 온기 반영된다. SI·까사 등 자회사까지 2분기 전원 흑자를 내 백화점 본업과 함께 복수의 이익 개선 동력이 작동하고 있다.

결산기 (12월)	2024	2025	2026F	2027F	2028F
매출액 (십억원)	6,570	6,929	7,191	7,476	7,847
영업이익 (십억원)	477	480	759	939	1,051
영업이익률 (%)	7.3	6.9	10.5	12.6	13.4
순이익 (십억원)	108	14	412	495	568
EPS (원)	10,948	1,440	43,423	52,434	60,118
ROE (%)	2.5	0.3	8.2	8.5	9.0
P/E (배)	12.1	171.5	5.7	4.7	4.1
P/B (배)	0.3	0.5	0.4	0.4	0.4
배당수익률 (%)	3.4	2.1	2.1	2.1	2.1

주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익
자료: 신세계, 미래에셋증권 리서치센터

Valuation

2026년 국내 유통 최선호주는 신세계(목표주가 440,000원)로 제시한다. 동사는 1) 본점의 높은 외국인 침투(29.9%)와 명품 중심의 대형 점포 경쟁력으로 2Q26 백화점 순매출 증가율이 13.2%로 3사 중 가장 높고(현대백화점 9.1%, 롯데쇼핑 8.8%), 2) 일회성 비용 소멸과 자회사 흑전, 면세 비용 정상화가 겹치는 2026년의 이익 정상화가 EPS를 계단식으로 끌어올리며, 3) 명품 매출 비중 46% 포지션이 소비 양극화 국면의 구조적 수혜를 집중적으로 받기 때문이다.

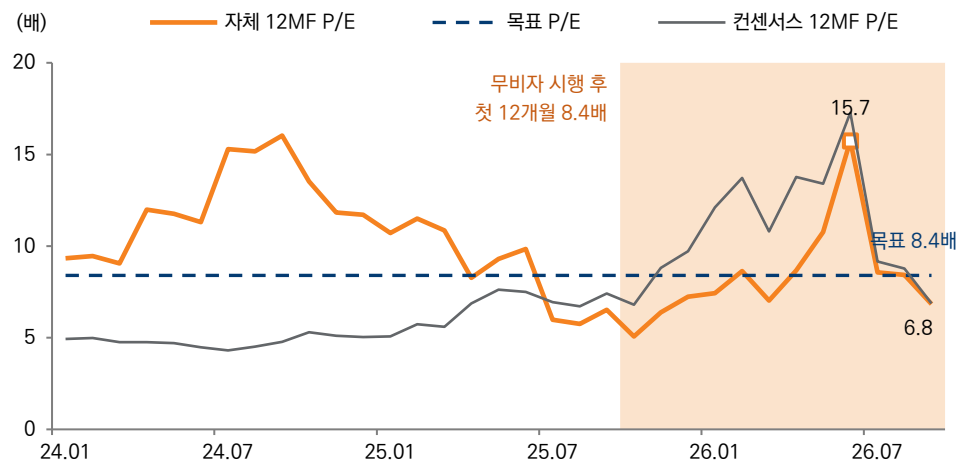
표 25. Valuation Table

항목	값	비고
2026E 지배순이익 (억원)	4,123	당사 추정
2026E EPS (원)	43,423	평균 발행주식 9,494천주(2027E 9,445천주)
2027E EPS (원)	52,434	
현재주가 (원)	245,000	2026.10.26 종가
현재 P/E (배)	4.7	2027E EPS 기준(2026E EPS 기준 5.6배)
목표 P/E (배)	8.4	무비자 시행 후 첫 12개월 2025.10~2026.9 월별 선행 P/E 평균(일회성 손익 조정)
목표주가 (원)	440,000	2027E EPS × 목표 P/E
상승여력 (%)	79.6	

자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

동사의 멀티플은 외국인 매출 비중 변화에 민감하게 반응하고 있다. 컨센서스 기준 12개월 선행 P/E는 2024년 평균 4.8배에서 2026년 연초 이후 평균 11.8배로 높아졌으나, 7월 이후 원화 강세 우려로 최근 5~7배까지 낮아져 10년 평균(9.0배)을 다시 하회하고 있다.

그림 51. 신세계 12MF P/E와 목표 P/E



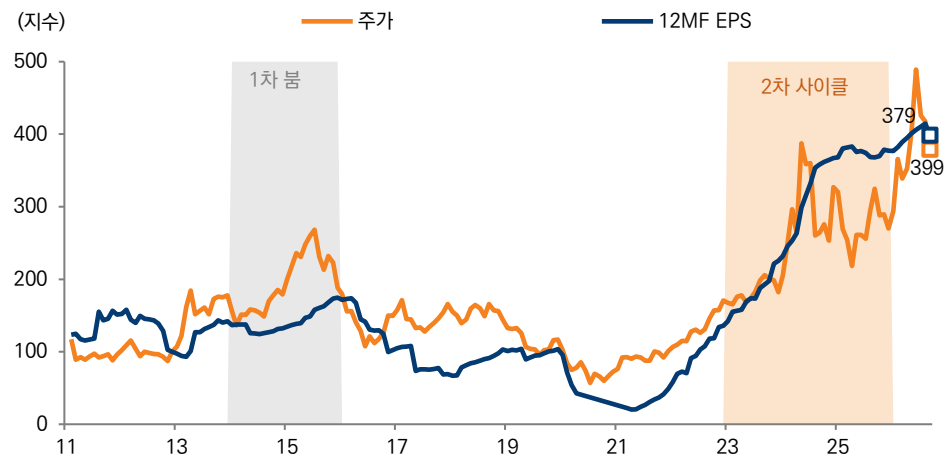
주: 월말 시가총액을 해당 분기부터 4개 분기 지배순이익의 합계로 나누어 산출. 보고서 작성 시점에 확인된 실적과 당사 전망으로 과거 배수를 재구성했으며, 일회성 손익을 조정. 4Q25 신세계디에프 사용권자산 손상 1,478억원은 세율 27%를 가정해 세후 가산하고, 4Q26 신세계센트럴 토지 처분이익은 차감. 컨센서스 계열은 월말 주가를 블룸버그 12개월 선행 EPS로 나눈 값. 음영은 기준 구간(2025.10~2026.9).

자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

일본 백화점의 경로가 선례다. 방일 외국인이 2012년 836만 명에서 2015년 1,974만 명으로 2.4배 늘어나는 동안 이세탄미쓰코시의 12개월 선행 EPS는 2013년 평균 27.1엔에서 2015년 34.0엔으로 25% 늘었고, P/E는 24.9배에서 28.6배로 15% 높아졌다. 같은 기간 니케이225 P/E는 6% 오르는 데 그쳤고 인바운드 노출이 낮은 다카시마야는 오히려 낮아졌다. 대량구매가 빠진 2016년에는 이세탄의 평균 EPS는 31.1엔으로 정점 연도(34.0엔)보다 9% 낮았지만 2013년(27.1엔)보다는 15% 높았다.

두 번째 사이클은 더 컸다. 개별관광객·명품 중심으로 구매 방식이 바뀐 뒤 이세탄의 12개월 선행 EPS는 2023년 1월 31엔에서 2026년 9월 88엔으로 2.8배 늘었고 주가는 2.3배 올랐다. 즉 관광객 수 증가는 이익 확대의 계기가 되고, 동사는 그 이익이 쌓이기 시작하는 초입에 있다.

그림 52. 이세탄미쓰코시 주가와 12MF EPS: 2차 사이클은 EPS가 주가를 견인



자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

표 26. 일본 백화점 사이클별 분해- 시장 베타 vs 인바운드 알파

구분	1차 붐 2013→2015	반납 2015→2016	2차 2023→2026(1~9월)	해석
니케이225 P/E	17.7→18.8 (+6%)	18.8→17.5 (-7%)	18.0→22.5 (+25%)	시장 베타 — 지수 전체의 배수 변화
이세탄 P/E	24.9→28.6 (+15%)	28.6→19.0 (-34%)	19.6→18.4 (-6%)	시장 베타 + 인바운드 알파. 2차엔 알파 없음
이세탄 상대 P/E (vs 니케이)	1.40→1.52 (+9%, 정점 월 1.69)	1.52→1.08 (-29%)	1.10→0.82 (-25%)	알파 = 시장 초과 재평가. 붐 연도에만 생기고 이듬해 반납
이세탄 EPS (엔)	27.1→34.0 (+25%)	34.0→31.1 (-9%)	39.7→87.9 (+121%)	붐이 남긴 것. 2차엔 배수 대신 EPS로 보상
J.프론트 P/E	16.5→20.0 (+21%)	20.0→13.4 (-33%)	13.8→20.6 (+49%)	비중 공시 피어 — 1차 정점에 전점 외국인 비중 16.6% 도달. 2차 상승은 2023년 저점에서의 회복
다카시마야 P/E	18.1→17.0 (-6%)	17.0→13.5 (-21%)	12.5→15.7 (+26%)	대조군 — 1차 붐에 무반응, 2차엔 시장과 동행
이세탄/다카시마야	1.37→1.68 (+23%)	1.68→1.40 (-17%)	1.58→1.17 (-26%)	업종 내 격차 — 붐 때 벌어졌다 붐 전으로 복귀

자료: 미래에셋증권 리서치센터

주: 증감률은 연평균 간 비교. 본문의 이세탄 EPS 2.8배·주가 2.3배는 2023년 1월→2026년 9월 월별 기준. 2015년 정점 월(6월) 이세탄 P/E 33.3배, 상대 1.69배. 12개월 선행 P/E = 주가 ÷ 12개월 블렌드 선행 컨센서스 EPS(Bloomberg BEst, 1BF), 지수 포함 동일 기준. EPS는 주식분할 소급 조정. 이세탄 P/E 연평균 2025년 14.0배, 니케이 대비 상대 P/E 2019년 1.34배

목표주가 440,000원은 2027E EPS(52,434원)에 목표 P/E 8.4배를 적용했다. 목표배수는 인바운드 확대 국면의 정책적 기준점인 중국 단체관광객 무비자 시행 후 첫 12개월(2025년 10월~2026년 9월)의 일회성 손익을 조정한 선행 P/E 평균이다.

동사가 이 배수를 적용받을 수 있는 근거는 외국인 침투의 속도와 높은 이익 전환율이다. 2Q26 외국인 매출은 전년 대비 149% 증가했고 전점 외국인 비중은 8.2%로 한 분기에 1.3%p 상승했다. 회사가 연초 제시한 연간 외국인 매출 1조원 목표는 상반기 실적 추세로 이미 달성 속도를 넘어섰다. 앞서 확인한 대로 같은 기간 백화점 영업이익률이 4.0%p 개선되며 매출 증가율의 네 배를 넘는 이익 증가를 보인 구조는, 추가 매출에 비해 비용 증가가 제한되면서 이익으로 전환되고 있음을 보여준다. 일본 백화점이 1차 사이클에서 보였던 것과 같은 성격의 이익 반응이다.

증익 요인은 여러 부문에서 동시에 발생하고 있다. 백화점 본업의 고정비 레버리지, 면세 임차료 부담 감소, 신세계인터내셔널(2분기 71억원 적자→70억원 흑자)과 까사(18억원 적자→24억원 흑자)의 자회사 흑자전환이 함께 작용하고 있다. DF2 철수 손실은 4Q25 영업 외 손상차손으로 반영돼 2026년 순이익에는 재발하지 않는다. 영업이익 증익 2,786억원은 이 기저효과와 무관하게 원가율·수수료율·기타판관비율 개선에서 나온다.

표 27. FY2026 영업이익 증분의 구성

구분	금액	비중	내용
매출 증가 효과	약 180억원	6.5%	순매출 +3.8%(69,295→71,911억), 마진율 불변 가정
원가율(GPM) 개선	약 1,070억원	38.5%	GPM 60.51%→62.00%(+1.49%p). 면세 비중 축소·백화점 비중 확대에 따른 믹스 개선, 하반기 면세 재고 원가 부담 반영
판관비율 개선	약 1,530억원	55.0%	판관비율 53.58%→51.45%(−2.13%p). 지급수수료율 −1.25%p(약 900억원)와 DF2 임차료 제거에 따른 고정비(급여·임차료·감가상각비) −3.7%(약 985억원)가 대부분, 기타판관비율은 8.18%→8.56%로 상승(−270억원), 광고·판촉비율 상승(−77억원)
FY26F 영업이익 증분	2,786억원	100%	4,800억원 → 7,586억원

자료: 미래에셋증권 리서치센터

2026년 영업이익 증가분 2,786억원을 요인별로 나누면, 매출 증가 자체의 기여는 약 180억원(6%)에 그치고 나머지는 마진 구조 개선에서 나온다. 원가율(GPM) 개선이 약 1,070억원(38%)으로, 이는 상대적으로 마진이 낮은 면세 비중이 줄고 백화점 비중이 늘어난 매출 믹스 변화를 반영한다. 판관비율 개선은 약 1,530억원(55%)으로 가장 크며, 지급수수료율(23.2%→22.0%, 약 900억원)과 DF2 철수에 따른 임차료 감소로 급여·임차료·감가상각비 등 고정비가 3.7% 줄어드는 효과(약 985억원)가 대부분이다. 기타판관비율은 8.2%에서 8.6%로 오히려 높아져 개선분 일부(약 270억원)를 상쇄했고, 광고·판촉비율 상승(약 77억원)도 일부 상쇄 요인이다. 연결 임차료가 3,887억원에서 2,560억원으로 줄어드는 것은 DF2 임차료(분기 약 800억원) 제거 효과이며, 백화점 확장에 따른 임차료 증가를 감안해도 절감 폭이 크다.

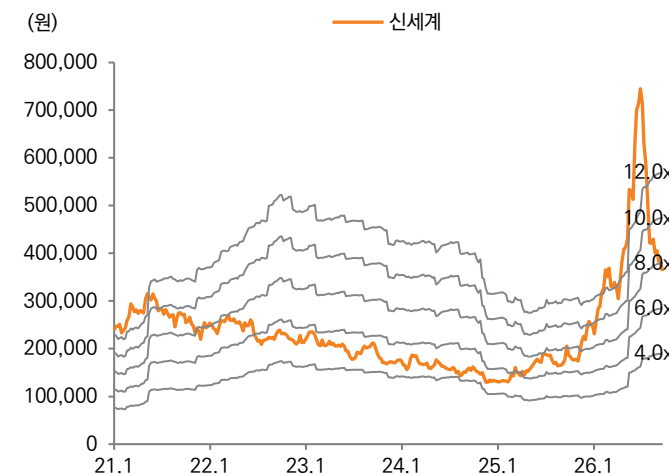
이익 추정의 보수성이 배수의 방어력이다. 2026F 지배주주순이익 4,123억원은 세율 27%와 지배지분율 84%를 적용한 추정치이며, 연간 실효세율은 24.9%다. 지배지분율은 1Q26 83%, 2Q26 84%의 실제 지배지분율을 반영한 값이며 4Q25의 111%는 DF2 관련 비용의 영향으로 일시적으로 높아진 수치로 판단해 배제했다.

영업외수지는 2026F 976억원 손실(3Q -290억원, 4Q -296억원: 4분기에 반복돼 온 자산 손상 리스크(4Q24 1,016억원·4Q25 1,547억원, 유형자산 중심)를 감안해 -110억원을 기타영업외에 반영하고, 신세계센트럴 토지 매각 처분이익 204억원을 더함)을 적용했는데 상반기 영업외손실 391억원을 연간 환산한 782억원보다 보수적이다. 차입금이 8.2% 줄고 이자손익이 개선되는 추세를 감안하면 추가 개선 여지가 있다.

민감도로 보면 목표 배수 1배 차이는 목표주가 약 52,000원(약 12%)이다. 현재 주가가 2027E EPS 기준 4.7배(2026E 5.6배)에 머무는 것은 이익의 방향보다 이익의 질을 시장이 의심하기 때문이라고 본다. 첫째, 2025년 지배주주순이익이 139억원(EPS 1,440원)으로 줄어 트레이일링 P/E가 170배로 왜곡돼 있고, 4분기마다 반복된 자산손상차손(4Q24 1,016억원·4Q25 1,547억원)이 2026년에도 재발할 수 있다는 우려가 정상화된 이익을 할인한다. 둘째, 7월 이후 원화 강세로 외국인 구매력 둔화 우려가 부각되며 백화점 3사의 선행 배수가 함께 낮아졌다. 셋째, SSG닷컴 역할 재편과 까사·신세계인터내셔널 등 자회사 손익의 변동성이 연결 이익의 예측 가능성을 낮춘다.

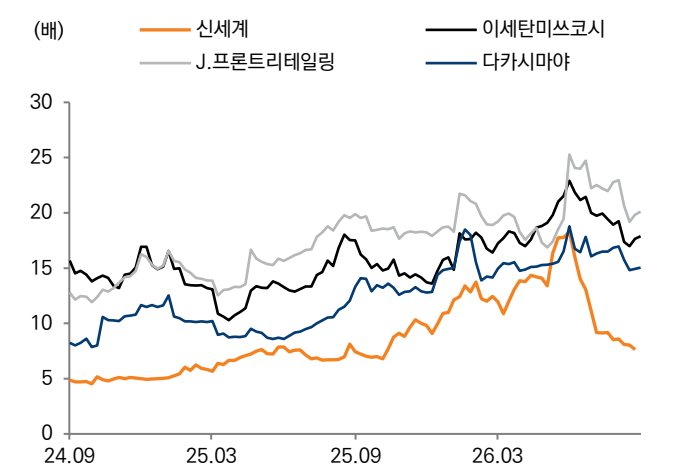
당사는 4분기 손상 리스크를 이미 영업외에 반영했고(110억원), 나머지 두 요인은 3Q26 실적에서 DF2 제외 기준 수수료율 22.2% 이하가, 4Q26 실적에서 백화점 외국인 비중 9% 통과가 확인되면 순차적으로 해소된다고 판단한다.

그림 53. 신세계 12MF P/E 밴드



자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

그림 54. 신세계 vs 일본 백화점 12MF P/E



자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

실적 전망

연결 순매출은 2025년 6.93조원에서 2026년 7.19조원(+3.8%), 2027년 7.48조원(+4.0%), 2028년 7.85조원(+5.0%)으로 전망한다. 연결 매출 성장률이 상대적으로 낮은 것은 백화점의 두 자릿수 성장을 면세사업의 의도된 외형 축소가 상쇄하기 때문이다. 연결 영업이익은 4,800억원에서 7,586억원(+58.1%), 9,386억원(+23.7%), 10,510억원(+12.0%)으로 전망하며, 영업이익률은 6.9%에서 10.5%, 12.6%, 13.4%로 개선될 전망이다.

표 28. 신세계 연간 실적 전망

(십억원)	2025	2026F	2027F	2028F
순매출액	6,930	7,191	7,476	7,847
백화점	2,675	2,971	3,221	3,401
신세계DF	2,305	2,060	1,950	2,028
신세계인터	1,268	1,228	1,291	1,343
센트럴시티	393	425	481	521
까사	247	473	499	523
라이브쇼핑	337	356	369	383
연결조정	(295)	(322)	(336)	(353)
영업이익	480	759	939	1,051
영업이익률 (%)	6.9	10.5	12.6	13.4
세전이익	132	661	808	926
지배주주순이익	14	412	495	568
EPS (원)	1,440	43,423	52,434	60,118

주: 2024~2025년 세전이익은 발표 기준(4Q 자산손상차손 포함). 2025년 EPS는 공시 기본주당이익, 2026F 이후는 발행주식수(자기주식 포함) 기준. 자료: 신세계, 미래에셋증권 리서치센터

2026년 증익의 주요 요인은 원가율 개선과 판관비율 하락, 면세사업 턴어라운드, 백화점 영업 레버리지, 자회사 흑자전환이다. 2027년 이후에는 백화점 본업 성장과 외국인 비중 상승(8.3%→9.9%)이 유기적인 이익 성장을 견인할 전망이다. EPS는 2026년 43,423원, 2027년 52,434원(+20.8%), 2028년 60,118원(+14.7%)으로 추정한다.

백화점 순매출은 2026F 2조 9,713억원(+11.1%)으로 전망한다. 추정의 핵심은 매출 인식의 3단계 구조다. 관리매출(거래액), 총매출(월 공시), 순매출(P&L 인식)이 각각 다른 층위로 구성되며, P&L상 순매출 성장률은 거래액 성장률보다 낮게 나타난다. 2Q26 거래액 증가율 27%와 총매출 증가율 15.5%를 바탕으로 순매출을 역산해 반영했으며, 3분기는 7~8월 총매출 증가율(+9.5%)이 둔화됐으나 별도 회계상 매출이 12.9% 늘어난 점을 고려해 +11%, 4분기는 전년 동기의 높은 기저와 자산효과의 불확실성을 반영해 +8%를 적용했다. 회사가 4분기 성장률을 수치로 제시하지 않은 점과 외국인 성장만으로는 낮은 한 자릿수에서 중간 한 자릿수 성장이 가능하다고 언급한 점을 고려해 보수적으로 추정했다.

표 29. 신세계 분기 및 연간 실적 전망

(십억원)

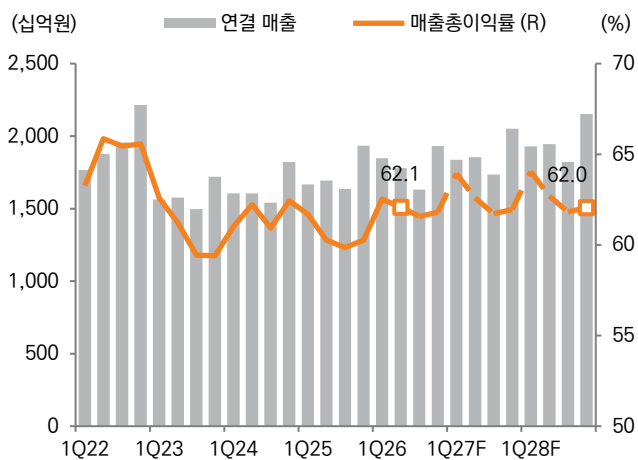
	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26	3Q26F	4Q26F	2024	2025	2026F	2027F
매출액	1,666	1,694	1,636	1,934	1,847	1,780	1,633	1,931	6,570	6,930	7,191	7,476
백화점	659	629	623	764	741	712	693	826	2,644	2,675	2,971	3,221
신세계DF	562	605	539	599	590	543	432	496	2,006	2,305	2,060	1,950
신세계인터	304	309	310	344	296	292	272	368	1,309	1,268	1,226	1,291
센트럴시티	89	96	98	110	99	109	104	113	375	393	425	481
신세계까사	62	58	64	63	111	119	118	124	270	247	473	499
라이브쇼핑	81	80	85	91	90	87	87	92	328	337	356	369
연결조정	(91)	(83)	(83)	(37)	(80)	(82)	(73)	(87)	(362)	(295)	(319)	(336)
영업비용	1,534	1,619	1,536	1,761	1,649	1,613	1,465	1,705	6,093	6,450	6,432	6,537
매출원가	638	673	657	768	692	675	627	738	2,518	2,736	2,732	2,800
판매관리비	895	945	880	993	957	938	837	968	3,576	3,713	3,700	3,737
영업이익	132	75	100	173	198	167	168	226	477	480	759	939
영업이익률	7.9	4.4	6.1	8.9	10.7	9.4	10.3	11.7	7.3	6.9	10.5	12.6
세전이익	105	12	63	(47)	185	141	139	196	195	132	661	808
지배주주순이익	58	(2)	35	(77)	120	90	85	117	108	14	412	495

주: 2024~2025년 세전이익은 발표 기준(4Q 자산손상차손 포함). 분기 연결조정 합계와 연간 값의 차이는 반올림.

자료: 신세계, 미래에셋증권 리서치센터

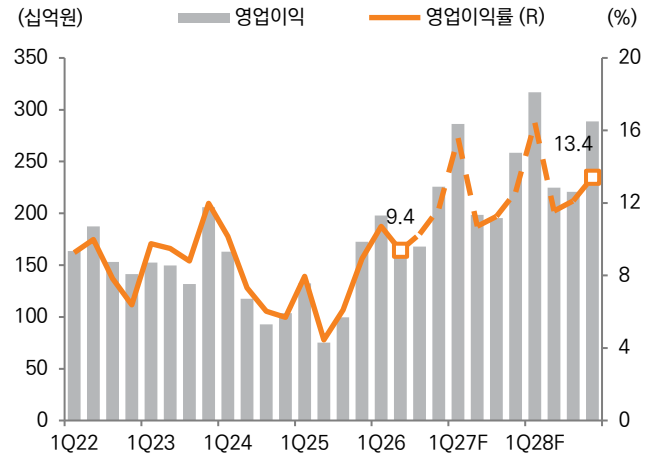
백화점 영업이익(연결조정 포함)은 2026F 4,922억원에서 2028F 6,940억원으로 연평균 19% 늘어 같은 기간 연결 증익의 약 69%를 차지한다. 순매출 증가율(연 7%)과의 차이는 증분 마진에서 나온다. 2Q26 백화점은 순매출 +830억원에 영업이익 +379억원으로 증분 마진 46%를 기록했고, 당사 전망의 2027F·2028F 증분 마진도 각각 48%, 45%로 같은 수준이다. 이에 따라 백화점 영업이익률(순매출 기준)은 2026F 16.6%에서 2028F 20.4%로 오른다. 2026F 증분 마진이 29%로 낮은 것은 하반기 연결 비용을 상반기 증가율로 연장해 추정했기 때문이다. 백화점 영업이익률(연결조정 포함) 개선폭을 1H26 +3~4%p에서 3Q26F +1.1%p, 4Q26F -1.5%p로 낮게 잡아 2026F 백화점 이익은 보수적이다.

그림 55. 신세계 연결 매출 및 매출총이익률 추이



자료: 신세계, 미래에셋증권 리서치센터

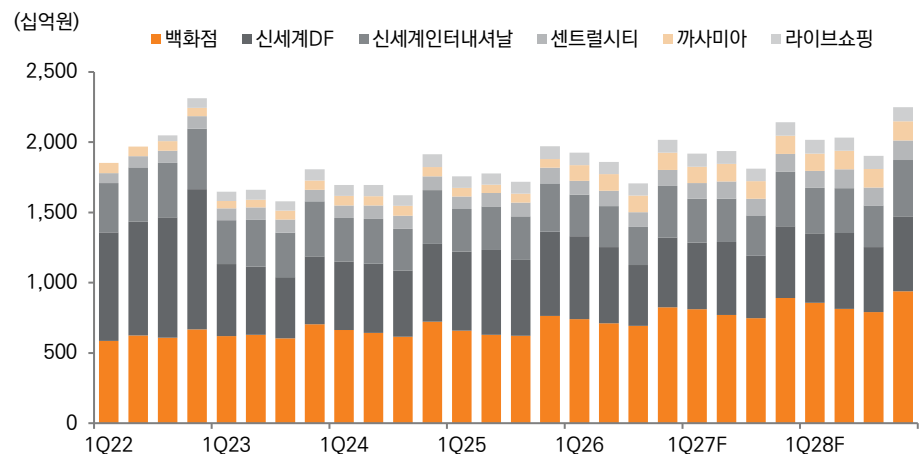
그림 56. 신세계 영업이익 및 영업이익률 추이



자료: 신세계, 미래에셋증권 리서치센터

신세계디에프 매출은 2026F 2조 599억 원(-10.6%)으로 전망한다. 역성장은 부진이 아니라 공항 철수에 따른 의도된 축소이며 손익은 반대로 움직인다. DF2 철수 효과(월 80억원)가 3분기부터 온기로 반영되지만, 호텔신라 3Q26에서 확인된 고환율 매입 재고의 원가 부담과 타이공 비수기를 반영해 하반기 분기 영업이익은 295억원·326억원으로 추정한다(면세 순매출의 1.5%p를 원가율에 반영). 연간 영업이익은 FY26 1,059억원에서 FY27 1,348억원, FY28 1,436억원으로 증가하며, 순매출 기준 영업이익률은 5.1%에서 6.9%, 7.1%로 상승할 것으로 예상된다. 동사가 언급한 400억원대는 2분기 매출 유지가 전제이며, 당사는 계절적 매출 감소를 전년 2~3분기 변화율로 차감했다. SI는 2026F 매출을 보수적으로 보되 손익은 상반기 흑자 전환과 연중 지속 예상을 반영했다. 까사는 연결 편입 범위 변화를 포함해 외형이 91% 확대되는 것으로 반영했으나 분기 실적에서 재검증이 필요한 항목이다.

그림 57. 신세계 사업부별 매출 구성



자료: 미래에셋증권 리서치센터

비용 구조가 증익의 핵심 요인을 보여준다. 2026F 판관비는 3조 7,000억원으로 매출이 3.8% 늘 때 0.4% 줄어 영업 레버리지가 확대되는 구간이다. 매출총이익률은 62.0%로 전년 60.5% 대비 1.5%p 개선되는데, 저마진 면세 매출의 의도적인 축소가 연결 상품 믹스를 개선하는 효과가 있기 때문이다.

분기 실적에는 계절성과 회사 가이던스를 반영했다. 2분기에는 보유세가 연결로 계상되면서 표면적인 이익률이 낮아졌으며, 실제 2Q26 영업이익률은 9.4%로 1분기 10.7%보다 낮았다. 3분기는 감가상각비 증가폭 축소와 면세사업의 온기 반영으로 영업이익률이 10.3%로 회복되고, 4분기는 백화점 성수기 효과로 11.7%까지 상승할 전망이다.

영업외 이하는 계정별로 추정했다. 상반기 영업외수지는 391억원 손실로 전년 동기 910억원 손실 대비 크게 개선됐다. 하반기는 3분기 290억원, 4분기 296억원 손실(4분기 손상 리스크 110억원과 신세계센트럴 토지 매각 처분이익 204억원 포함)을 적용해 연간 976억원 손실을 반영했다. 2027년은 금융비용이 줄지만 1Q26의 일시적 금융수익(705억원)과 처분이익이 빠지면서 손실이 1,310억원으로 커지고, 2028년은 1,250억원으로 일부 축소되는 경로를 가정했다. 법인세율 27%와 지배지분율 84%를 거쳐 2026F 지배주주순이익 4,123억원에 이를 것이라 전망한다.

투자포인트

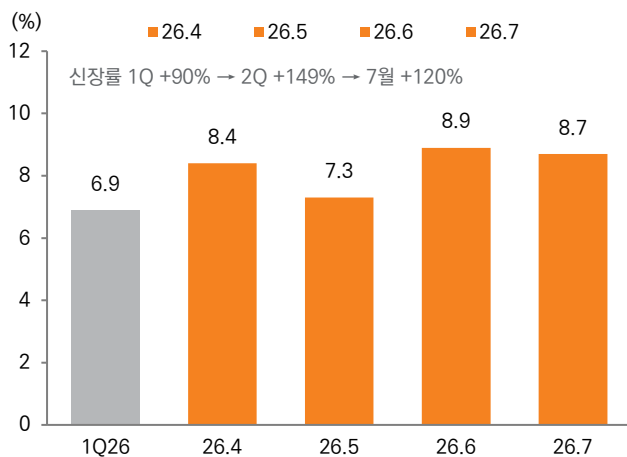
투자포인트 1. 외국인 매출: 회사 계획보다 빠르고, 회사 전망보다 빠르다

동사의 외국인 매출은 연초 계획을 이미 상회하고 있다. 연초 제시한 외국인 매출 목표는 연간 1조원이었으나, 상반기 실적은 이미 해당 목표 달성 속도를 넘어섰다. 전점 매출에서 외국인이 차지하는 비중은 1Q26 6.9%(외국인 매출 +90% YoY)에서 2Q26 8.2%(+149% YoY)로 한 분기 만에 1.3%p 뛰었고, 월별로도 4월 8.4%, 5월 7.3%, 6월 9%로 2분기 내내 7~9%대를 유지했다. 같은 기간 백화점 관리매출이 2Q26 +27% 신장하는 국면에서도 비중이 계속 오른다는 것은 외국인 매출의 성장 속도가 전체 매출 성장률보다 훨씬 가파르다는 것을 의미한다.

산업 전체를 보는 동사의 전망과 비교하면 이 속도의 의미가 분명해진다. 동사가 작년 말 세운 2026년 백화점 산업 성장 전망은 7%였고, 실제 산업은 산업통상부 기준 1~9월 +17.6%로 그 두 배 이상의 속도로 성장 중이다. 즉 현재의 성장은 기존 가이드언스에 선반영된 수준이 아니라 기존 전망을 상향 조정하게 만드는 수준으로 판단한다.

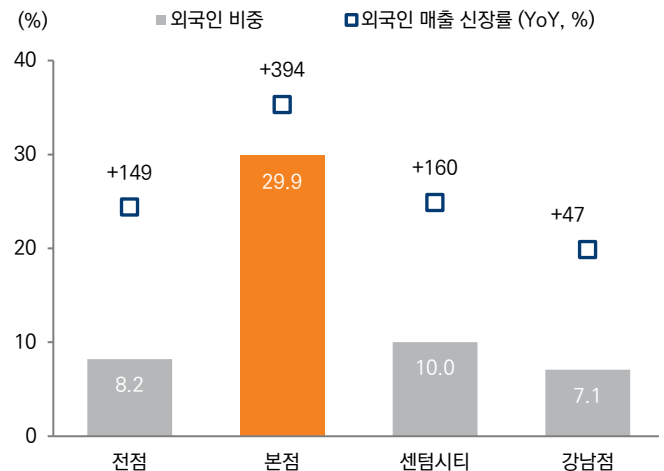
외국인 수요의 점포별 침투도 역시 우호적이다. 2Q26 본점 단독 외국인 비중은 29.9%에 이르며, 외국인 매출 신장률은 본점 +394%, K-웨이브 연고 효과의 부산 센텀시티 +160%, 강남점 +47% 순이다. 국적별로는 중국인 약 70%·미국인 약 10%를 차지하며, 객단가는 내국인의 약 2배다. 계절성은 관측되지 않는다. 중국 명절이 전통적 피크임에도 매 분기 최대치를 경신하며 특정 패턴이 형성되지 않고 있다.

그림 58. 신세계 백화점 외국인 매출 비중: 2분기 내내 7~9%대



자료: 신세계, 미래에셋증권 리서치센터

그림 59. 신세계 점포별 외국인 비중과 신장률 (2Q26)



자료: 신세계, 미래에셋증권 리서치센터

방한객 회복이라는 산업 변수가 동사에서는 점포 단위 실적으로 이미 확인되고 있다. 7월 단월로는 백화점 매출이 14.2% 늘며 2분기 신장세를 이어갔고, 외국인 매출은 120% 증가하며 비중 8.7%를 기록했다. 특히 원화가 상반기 고점 대비 9.3% 절상된 구간에서 나타난 성장이라는 점이 중요하다. 환율이 만든 가격 매력의 부산물이 아니라 방한 수요 자체의 확대에 기반한다는 뜻이며, 원화 강세에 따른 둔화 우려와 달리 7월까지 외국인 매출 증가세가 유지됐다.

다만 외국인 비중 상승이 곧바로 마진율 상승으로 연결되는 것은 아니다. 외국인 매출은 명품 비중이 50~60%(업계 기준)로 동사 전체 평균(46%)보다 높아, 외국인 매출의 마진율이 내국인보다 낮기 때문이다. 따라서 외국인의 이익 기여는 마진율보다 매출 규모와 지속성에 있다. 객단가가 높은 순증 트래픽이 총이익 절대액을 확대하고, 택스리펀드 구조가 실질 수익성을 보완하는 가운데 명품과 외국인이 유입한 트래픽을 기반으로 마진이 높은 의류 매출이 확대되는 구조다. 백화점 의류는 2025년 7월 반등한 뒤 4분기 소비심리 개선과 함께 성장세가 이어졌으며, 동사 패션 카테고리리는 2Q26 9.8% 신장했다(비중 23%). 2Q26 객수는 17%, 객단가는 8.7% 증가했으며 VIP 매출 비중도 40%를 상회한다.

표 30. 신세계 백화점 외국인 매출 지표

구분	지표	수치	시사점
성장	외국인 매출 비중	1Q26 6.9% → 2Q26 8.2% → 7월 8.7%	분기마다 레벨 상승
	외국인 매출 신장률	1Q26 +90% → 2Q26 +149% → 7월 +120%	회사 연 1조원 목표보다 빠른 속도
	산업 성장률 (백화점)	1~9월 +17.6%(산업통상부) vs 회사 연초 전망 7%	회사 전망을 큰 폭 상회
점포	본점	비중 29.9%, 신장률 +394%	외국인 매출의 핵심 거점
	센텀시티	비중 10.0%, 신장률 +160%	비수도권 점포로 확산
	강남점	비중 7.1%, 신장률 +47%	내국인 중심 점포로도 확산
고객	국적 구성	중국 약 70%, 미국 약 10%	중국 편중, 국적 다변화는 과제
	객단가	내국인의 약 2배	비중보다 매출 기여가 큼
	객수 / 객단가 (2Q26)	+17% / +8.7%	객수와 단가가 함께 성장
	VIP 매출 비중	40% 이상	고가 소비층 수요 견조
수익	명품 비중	외국인 50~60% vs 전체 46%	고단가 상품군 집중
	패션 신장률 (비중 23%)	+9.8%	명품 외 카테고리리로 확산
	백화점 영업이익률 (2Q)	11.3% → 15.3%	순매출 +13.2%, 영업이익 +53.5%

자료: 신세계, 미래에셋증권 리서치센터

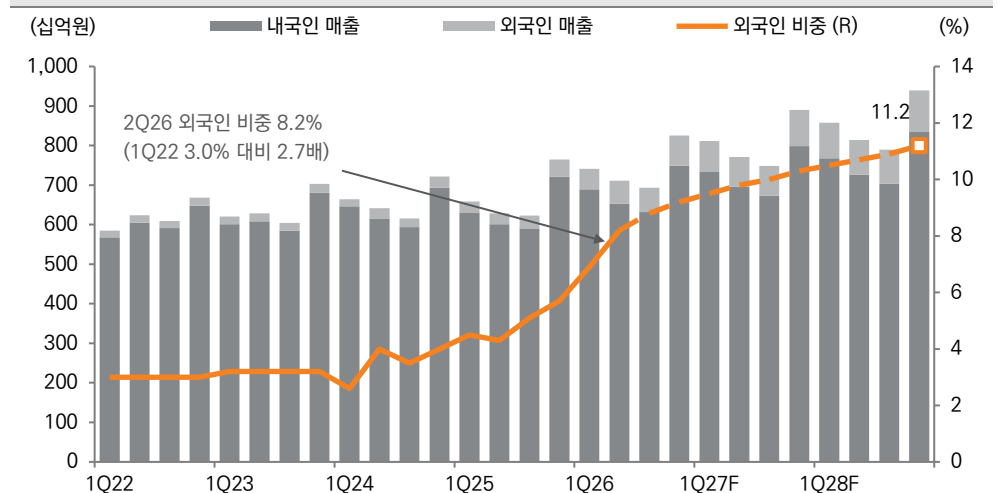
외국인 매출의 이익 전환 정도는 백화점 영업이익률 변화에서도 확인된다. 백화점 영업이익률(순매출 기준)은 1Q26 전년 대비 2.7%p(총매출 기준 0.9%p) 개선된 데 이어 2Q26에는 11.3%에서 15.3%로 4.0%p 개선됐다. 순매출이 13.2% 증가하는 동안 영업이익은 53.5% 증가해 이익 증가율이 매출 증가율의 네 배를 상회했다. 특약매입 구조에서 추가 거래액이 판매수수료로 인식되는 반면 임차료·인건비·감가상각비 부담은 상대적으로 제한적으로 증가하면서 나타난 결과로 판단한다. 외국인 매출 증가가 트래픽을 확대하고, 의류 등 상대적으로 높은 마진의 카테고리가 수익성을 뒷받침하며, 고정비 레버리지가 이를 확대하는 구조가 동사 백화점 이익 성장의 본체다.

다만 이는 백화점 별도 기준이며, 연결 기준으로는 DF2 철수로 임차료가 크게 줄어 고정비(급여·임차료·감가상각비)가 FY26 3.7% 감소하고, 여기에 원가율·지급수수료를 등 변동비율 개선이 더해져 연결 증익을 만든다.

외국인 비중 전망

당사는 향후 외국인 비중 전망을 1Q24 2.6%에서 2Q26 8.2%까지 9개 분기 동안 실제로 관측된 분기 평균 +0.62%p의 상승 기울기를 기준으로 산출했다. 여기에 방한객 회복에 따른 기저효과의 소멸을 반영해 2Q26 외국인 매출 비중 8.2%를 기준으로 이후 분기 상승폭을 +0.3~0.6%p로 낮춰 적용했으며, 회사가 계절 패턴이 형성되지 않았다고 확인한 만큼 계절 조정은 하지 않았다. 이에 따라 3Q26F 8.8%, 4Q26F 9.2%를 전망하며, 연간 외국인 비중은 2026년 8.3%, 2027년 9.9%, 2028년 10.8%로 추정한다. 2027년 방한객 증가율은 4.9%에 그치지만 외국인 매출은 29% 늘어날 것으로 추정한다. 이 가운데 10.9%p는 4Q26F 외국인 비중(9.2%)이 2027년 내내 이어지는 이월 효과이고, 8.5%p는 분기 0.3%p 추가 침투, 10.0%p는 백화점 매출 성장분이다. 2027E는 추가 침투 없이 4Q26F 비중만 유지해도 EPS의 약 99%가 유지되는 추정이다.

그림 60. 신세계 내·외국인 매출과 외국인 비중 전망



자료: 신세계, 미래에셋증권 리서치센터

경로의 상방을 지지하는 근거는 세 가지다.

1) 본점 단독 외국인 비중은 이미 29.9%에 이르고 부산 센텀시티가 그 뒤를 따르고 있어, 핵심 점포에서 높은 외국인 침투가 확인돼 전점 비중 확대의 기반이 마련됐다. 따라서 전점 비중의 상승은 신규 수요를 발굴하는 단계보다는 이미 확인된 외국인 침투가 나머지 점포로 확산되는 과정으로 판단한다. 외국인 트래픽이 관광 동선에 위치한 일부 점포에 집중되는 구조에서 명동·강남·부산 대형점을 모두 보유한 동사의 점포 포트폴리오는 경쟁력을 보유하고 있다.

2) 방한객 공급 확대와 실제 수요 증가가 동시에 확인되고 있다. 2026년 5월 한중 여객 운수권은 주 608회에서 664회로 확대됐으며, 35개 노선 중 23개가 중국 노선에 배정돼 직항이 없던 도시까지 항공 접근성이 개선됐다. 실제 수요는 이보다 빠르게 증가했다. 1~9월 방한 외국인은 1,711만명으로 21.5% 증가했으며, 중국인은 547만명으로 29.2% 증가해 운수권 증가율(9.2%)을 크게 상회했다. 동사 외국인 매출의 약 70%가 중국인에서 발생하는 만큼 중국 노선 공급 확대는 외국인 매출 증가의 기반으로 작용할 전망이다. 여기에 중국 무비자 정책이 방한 접근성을 넓히고 있으며, 고단가 개별여행객의 비중 확대는 이와 별개로 진행되는 흐름이다. 1,350~1,500원대의 환율은 가격 매력을 뒷받침한다.

표 31. 한·중 항공 운수권 확대 내역 (2026년 5월 항공회담)

구분	변경 전	변경 후	증감	비고
한·중 여객 운수권 총량	주 608회	주 664회	+9.2%	2019년 이후 첫 확대
인천-상하이	56	63	+12.5%	기존 운수권 소진 노선
인천-광저우	21	28	+33.3%	기존 운수권 소진 노선
2026년 정기배분 노선	—	35개 중 23개	65.7%	중국 노선 비중. 항저우·닝보 등 2·3선 도시 신규 취항
1Q26 한·중 여객	414만 명 (1Q19)	439만 명	+6.0%	코로나 이전 분기 실적 상회
2026.4월 인천-중국노선 여객	—	155.3만 명	+24.8%	전년 동월 대비, 월별 가속 확인

자료: 국토교통부, 미래에셋증권 리서치센터

3) 외국인 수요의 범위도 확대되고 있다. 외국인 매출이 명품에서 패션 등 일반 카테고리로 확산되고 있으며, 일회성 방문을 반복 구매로 전환하기 위한 고객 관리도 병행되고 있다. 외국인 전용 멤버십과 픽업 서비스 제휴망 구축 등을 통해 재방문 고객 확보를 강화하고 있다는 점에서 중장기적인 외국인 고객 기반 확대가 기대된다.

전점 외국인 비중은 점포별 비중을 거래액으로 가중평균한 값이다. 2Q26 본점 29.9%, 센텀시티 10.0%, 강남점 7.1%를 2024년 점포별 거래액 비중으로 가중하면 나머지 점포의 외국인 비중은 약 3.6%로 역산된다. 당사 전망 2027F 9.9%를 점포별로 나누면, 나머지 점포가 지금 수준에 머문다고 할 때 강남점 10%, 센텀시티 14%, 본점 32%가 필요하다. 센텀시티의 상향 경로는 입국 데이터가 받친다. 1~9월 김해·제주 등 지방공항 입국객은 324만 명으로 37.4% 늘어 수도권 공항(+17.3%)의 두 배를 넘었고, 지방 향만을 합한 비수도권 입국 비중은 28.2%다. 만일 본점만으로 9.9%를 채우려면 본점 비중이 47%가 돼야 하므로 관건은 거래액 비중이 가장 큰 강남점이다.

표 32. 전점 외국인 비중의 점포별 분해: 예시 경로

(%)

	거래액 비중(24)	외국인 비중 (2Q26)	전점 기여 (%p)	1%p당 전점 (%p)	2027F 예시	2028F 예시
강남	27.0	7.1	1.9	0.27	10.0	11.0
센텀시티	17.1	10.0	1.7	0.17	14.0	15.0
본점	9.8	29.9	2.9	0.10	32.0	34.0
대구·기타	46.1	3.6	1.6	0.46	3.6	4.2
전점	100.0	8.2	8.2		9.9	10.8

주: 거래액 비중은 2024년 기준(전점 12.33조원, 강남 3.33조원, 센텀시티 2.11조원, 본점 1.21조원). 대구·기타 외국인 비중은 전점(8.2%) 기준 역산. 2027~28F는 당사 전점 전망(9.9%·10.8%)의 점포별 배분 예시

자료: 신세계, 미래에셋증권 리서치센터

국적별로는 외국인 고객 중 중국인 비중이 고객 수 기준 2019년 77.5%에서 2026년 상반기 48.5%로 낮아졌지만, 매출 기준으로는 아직 약 70%다. 분산은 고객 수에서 먼저 진행되고 매출이 뒤따르는 단계여서, 중국 수요 충격의 영향은 매출 기준으로 따져야 한다.

성장의 절대 규모는 여전히 내국인이 만든다. 상반기 백화점 순매출 증분 1,649억원 중 내국인이 1,121억원(68%)이며, 2Q26 신규 고객 비중이 28%로 6%p 상승해 회복이 기존 VIP에 편중되지 않았다. 당사는 내국인 매출을 3분기 +7.0%, 4분기 +4.0%(8월 가전 수요 완화와 자산효과 역전 반영), 2027년 +6.5%로 추정하며, 하반기 백화점 순매출 증분에서도 내국인이 3분기 59%, 4분기 47%를 차지한다. 외국인은 그 위에 성장률의 상단을 더하는 변수다.

투자포인트 2. 명품 46% 비중: 트래픽은 명품이 모으고, 이익은 의류와 공간이 만든다

동사의 명품 매출 비중은 46%로 명품 중심 포트폴리오가 두드러진다. 지역 내 대형 점포 중심의 출점과 명품 중심의 리뉴얼 전략을 일관되게 추진한 결과다. 점포 수 12개로 33개를 보유한 롯데와 시장점유율 격차를 1%p 수준까지 축소했으며, 점포당 매출에서는 우위를 유지하고 있다. 소비 양극화가 심화될수록 대형 점포에 명품을 집적하는 이 전략의 유효성이 커진다.

2Q26 카테고리별 실적은 이러한 전략의 현재 성과를 보여준다. 명품은 41%(비중 46%), 생활 22.1%(9.9%), 식품 14.1%(8.2%), 패션 9.8%(23%), 잡화 5.5%(7%) 증가했다. 명품 내부에서도 성장 카테고리가 변화하고 있다. 리더 중심의 전통 빅 브랜드가 28% 증가한 반면 주얼리·시계는 63% 증가했다. 주얼리·시계는 명품 내에서도 객단가가 높은 카테고리인 만큼, 해당 카테고리의 성장 확대는 객단가 상승 여력이 아직 남아 있음을 시사한다.

표 33. 신세계 백화점 카테고리별 성장률과 수익성

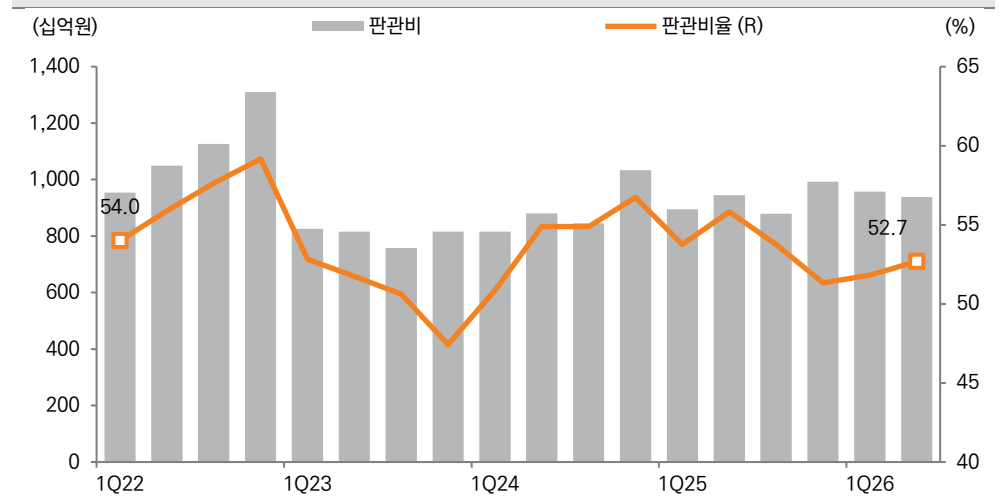
카테고리	매출 비중	2Q26 성장률	카테고리 마진율	역할
명품	46%	41.0%	10~15%	트래픽·객단가 확대
패션	23%	9.8%	약 30%	유입 트래픽의 이익 회수
잡화·화장품	7%	5.5%	25~30%	수익성 보완
식품	8.2%	14.1%	약 25%	집객·방문 빈도

자료: 신세계, 미래에셋증권 리서치센터

명품을 통해 유입된 트래픽을 이익으로 전환하는 주요 요인은 의류와 공간이다. 백화점 의류는 2025년 7월 반등한 뒤 4분기부터 성장세가 이어졌으며, 동사 패션 매출은 2Q26 9.8% 증가했다. 백화점 잔존 의류 매장은 하이엔드 브랜드 중심으로 구성돼 상대적으로 마진 기여가 크다. 공간 투자는 해당 공간의 직접적인 매출분 아니라 공간을 통한 고객 유입과 전관 매출 확대를 목적으로 한다. 강남점 스위트파크와 하우스 오브 신세계, 본점 구 SC제일은행 건물 리뉴얼 등이 대표적인 사례이며, 본점 명품관 리뉴얼 이후 2Q26 본점 거래액은 77% 증가했다. 외국인 비중이 유독 높은 것도 명품 비중·입지(명동 본점, 부산)에 리뉴얼 완성도가 결합된 결과다.

투자 사이클 측면에서는 대규모 리뉴얼 이후 실적 회수 구간에 진입하고 있다. 과거에는 리뉴얼 투자에 비해 매출 증가가 제한적이어서 비용 부담이 컸으나, 이제는 투자 비용을 회수할 만큼 매출이 나오는 국면에 진입했다. 2Q26 판관비가 리뉴얼 비용으로 13% 늘었음에도 판관비율은 0.5%p 낮아졌고 백화점 영업이익률은 총매출 기준 5.4%(순매출 기준 15.3%)로 1.3%p 개선됐다.

그림 61. 신세계 판관비와 판관비율 추이



자료: 신세계, 미래에셋증권 리서치센터

감가상각비 증가 폭도 1분기 약 130억원에서 2분기 113억원으로 축소됐으며, 상반기에 상당 부분이 반영된 만큼 하반기 비용 증가폭은 둔화될 전망이다. 다만 판관비율은 매출 규모에 따라 달라지는 만큼 하반기 추가적인 비율 개선 여부는 매출 성장률에 좌우될 것으로 판단한다. 비용의 절대 증가폭은 둔화되겠지만, 매출 성장률이 이를 상회해야 판관비율 개선으로 연결될 수 있다.

백화점 별도 CAPEX는 연 4,000~4,500억 원 수준에서 향후 2~3년 유지될 예정이다. 광주신세계 신관(2029)은 별도 상장사가 자체 조달하고 수서점(2031)은 한화 주도 개발에 임차 입점하는 구조라 강남점과 유사한 규모의 신규 점포를 투자비 부담 없이 확보할 수 있다. 다만 10월 29일 인접한 롯데백화점 부산 센텀시티점 자산 인수 계약을 맺으면서, 아직 금액이 공개되지 않은 인수 대금과 기존 점포를 연계한 '신세계 타운' 조성 투자가 추가 된다.

투자포인트 3. 면세: 리레이팅의 동력은 적자 제거

FY25 4Q에는 신세계디에프의 인천공항 DF2 구역 철수 관련 손실이 영업외 손상차손(연결 1,547억원, 이 중 신세계디에프 사용권자산 1,478억원)으로 반영돼 연결 순이익이 -691억원(지배주주 -765억원)을 기록한 것으로 파악된다. 영업이익에는 반영되지 않았으므로 FY26 면세 이익 개선은 위약금 소멸의 기저효과가 아니다. 당사는 FY26 추가 비용이 없을 것으로 제시했으며, DF2 철수에 따른 손익 개선 효과는 월 약 80억원으로 임차료 감소에서 발생한다고 설명하고 있다. 따라서 FY26 면세 이익 개선은 위약금 소멸과 철수 효과를 별도 항목으로 중복해 계산하기보다, 일회성 비용의 추가 발생 없이 임차료 부담이 낮아지고 할인율이 축소되는 비용 구조 정상화로 보는 것이 적절하다.

상반기 실적에서도 수익성 개선이 확인됐다. 면세 영업이익은 1Q26 106억원에서 2Q26 333억원으로 증가했으며, 전년 동기 대비 348억원 개선됐다. 상반기 누계 영업이익은 439억원으로 전년 39억원 적자에서 흑자로 전환했다. 2분기 매출은 5,426억원으로 10.3% 감소했으나, 이는 공항 철수에 따른 의도적인 외형 축소의 영향으로 판단한다.

수익성 개선의 구조도 명확하다. 당사는 DF2 철수에 따른 월 약 80억원의 손익 개선 효과가 임차료 감소에서 발생한다고 설명하고 있다. 연결 임차료는 1Q26 1,185억원에서 DF2가 빠진 3Q26F 378억원으로 분기 약 800억원 줄어든다. 연간으로는 FY26 2,560억원(-34%), 온기로 빠지는 FY27 1,571억원이다. 임차료 감소폭이 손익 개선폭(월 약 80억원)보다 큰 것은 DF2 매출총이익도 함께 빠지기 때문이다. 면세 부문의 임차료 감소는 3분기부터 온기로 반영되면서 면세 수익성 개선이 본격화될 전망이다. 대량판매 할인율은 2024년 4분기 약 50%까지 상승한 이후 현재 40% 초중반 수준을 유지하고 있으며, 추가적인 할인율 축소가 이어질 경우 시내점 수익성 개선에도 기여할 전망이다.

표 34. 신세계DF 수익성 정상화의 주요 요인

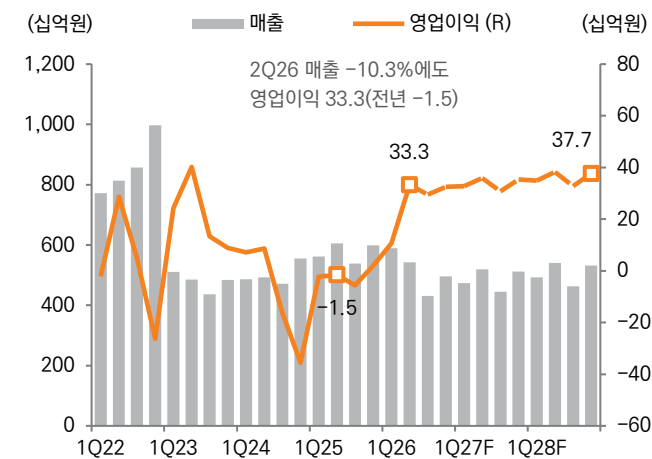
구분	FY25	FY26 변화	손익 영향
DF2 철수 손실	영업외 연결 손상차손 1,547억원 (4Q25, 신세계디에프 사용권자산 1,478억원 포함)	추가 비용 없음	순이익 기저효과
DF2 철수 효과	고정비 부담 지속	DF2 철수 후 감소	월 약 +80억원
대량판매 할인율	4Q24 약 50%	40% 초중반으로 하향	시내점 수익성 개선
외형	공항 매출 포함	2Q26 매출 -10.3%	저수익 매출 축소
영업이익 (분기)	1Q25~3Q25 적자, 4Q25 흑자(20억원)	1Q 106억 → 2Q 333억 → 3Q 295억F → 4Q 326억F	4Q25 이후 흑자 지속

자료: 신세계, 미래에셋증권 리서치센터

매출 믹스는 아직 개선 국면이라고 보기 어렵다. 파이공 매출 비중은 분기마다 55~64%에서 등락했고, 2Q26에는 시리즈 최고 수준으로 다시 높아졌다. 수익성 개선은 믹스보다 할인율과 알선수수료를 축소에서 나오고 있다. 당사는 특정 목표 하한선을 제시하지 않았으나 중장기적으로 파이공 비중을 낮춰가는 방향성을 유지하고 있다. 알선수수료율은 현재 30%대 수준이며, 대량판매 할인율은 2Q26 기준 전년 대비 약 4%p 축소됐다. 하반기 DF2 제외 매출 +6.4% 가정은 파이공 거래 점유율 확대와 할인율 하락이 순매출에 주는 효과를 상반기 추세대로 연장한 것이다. 연결 지급수수료율은 FY25 23.2%에서 1H26 21.8%(1Q26 22.2%, 2Q26 21.3%)로 1.4%p 낮아졌으나, 백화점 등 다른 사업의 지급수수료도 포함돼 있어 이 하락을 면세 알선수수료 감소로 모두 귀속할 수는 없다.

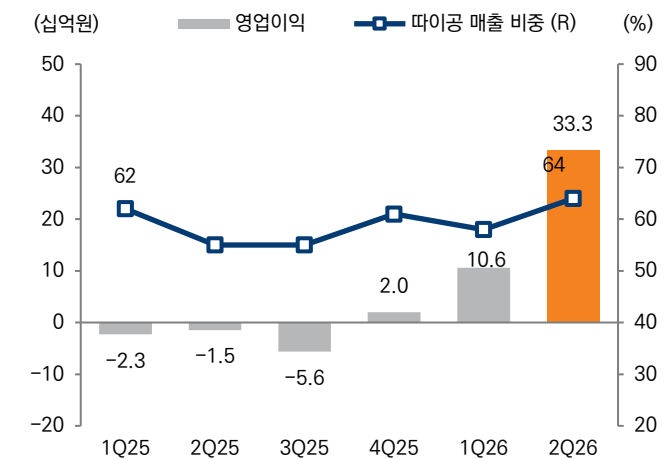
DF2 매출을 제외한 기준으로는 1Q26 23.8%에서 2Q26 21.8%로 한 분기 만에 2.0%p 내려온 것이어서, 당사는 이 한 분기 값을 곧바로 확정하지 않고 계절적으로 수수료율이 높은 3분기(3Q25 24.9%)를 감안해 하반기 22.2%, 2027년 22.0%, 2028년 21.8%로 수렴시켰다. 그 결과 FY26 연결 지급수수료율은 22.0%(상반기 21.8%, 하반기 22.2%)가 되며, FY25 대비 1.25%p 하락이 FY26 증익 2,786억원 중 약 900억원을 설명하므로 알선 수수료율과 대량판매 할인율 추이가 핵심 검증 변수다.

그림 62. 신세계이데프 분기 매출과 영업이익



주: 3Q26부터 당사 추정(접선)
자료: 신세계, 미래에셋증권 리서치센터 추정

그림 63. 신세계이데프: 파이공 비중이 올라도 이익은 개선



자료: 신세계, 미래에셋증권 리서치센터

자회사 실적 개선도 추가적인 증익 요인이다. 2025년에는 신세계인터내셔널이 2~3분기 적자를 기록했고, 까사와 DF도 적자를 기록하면서 연결 이익을 제한했다. 2Q26에는 신세계인터내셔널이 70억원(전년 71억원 적자), 까사가 24억원(전년 18억원 적자), 센트럴시티가 149억원(+52%)을 기록하며 전 자회사가 흑자를 냈다. 신세계인터내셔널은 해외패션 32%, 수입코스메틱 19%, 자사코스메틱 57% 성장과 저효율 브랜드 정리가 실적 개선을 견인했으며, 센트럴시티는 메리어트 객실가동률 86%와 평균객실단가 24% 상승이 실적 개선을 견인했다. 백화점 본업의 영업 레버리지까지 고려하면 2026년은 백화점 본업, 면세 정상화, 자회사 실적 개선이라는 세 가지 증익 요인이 동시에 작동하는 해로 판단한다.

실적리뷰

2Q26 Review: 백화점 레버리지와 면세 턴어라운드가 동시에 확인됐다

2Q26 연결 순매출은 1조 7,804억 원(YoY +5.1%), 영업이익 1,671억 원(YoY +121.8%), 지배주주순이익 901억 원을 기록했다. 총매출 기준으로는 3조 1,414억 원으로 8.5% 늘었다. 상반기 누계 영업이익은 3,650억 원으로 전년 대비 1,573억 원 증가했으며, 영업이익률(총매출 기준)은 3.6%에서 5.7%로 2.1%p 개선됐다.

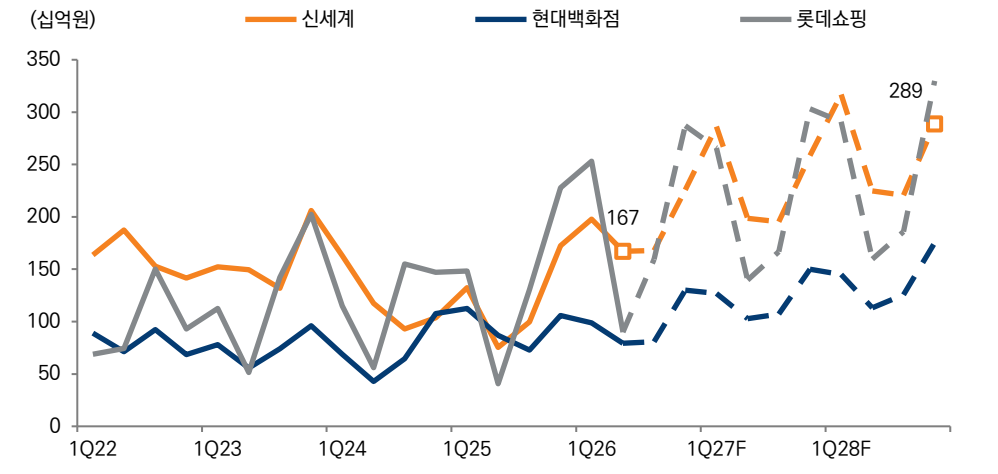
표 35. 신세계 2Q26 실적 요약 (억원)

구분	2Q26	전년 대비
연결 순매출	17,804	+5.1%
연결 총매출	31,414	+8.5%
영업이익	1,671	+121.8%
지배주주순이익	901	흑자전환
백화점 총매출	20,170	+15.5%
백화점 영업이익	1,088	+53.5%
신세계디에프 영업이익	333	흑자전환(전년 -15)
신세계인터내셔널 영업이익	70	흑자전환(전년 -71)
센트럴시티 영업이익	149	-
까사 영업이익	24	흑자전환(전년 -18)
라이브쇼핑 영업이익	-	-8억원

자료: 신세계, 미래에셋증권 리서치센터

백화점이 증익을 주도했다. 총매출 2조 170억 원(+15.5%)에 영업이익 1,088억 원(+53.5%)으로 영업이익률이 총매출 기준 5.4%(순매출 기준 15.3%)로 1.3%p 개선됐다. 영업이익 증가율은 1분기 31%에서 2분기 53%로 확대됐다. 거래액 기준 신장률을 보면 전체가 1분기 22%에서 2분기 27%로, 외국인인 90%에서 149%로, 본점이 55%에서 77%로 모두 가속했다. 판관비가 리뉴얼 비용으로 13% 늘고 감가상각비도 113억 원 증가했으나 매출 성장이 이를 흡수하며 판관비율은 오히려 0.5%p 하락했다.

그림 64. 백화점 3사 연결 분기 영업이익



주: 3Q26부터 당사 추정(점선)

자료: 각 사, 미래에셋증권 리서치센터 추정

면세도 예상을 상회했다. 영업이익은 333억원으로 전년 15억원 적자에서 348억원 개선됐으며, 영업이익률은 6.1%를 기록했다. DF2 철수에 따른 임차료 감소와 대량판매 할인율 축소가 동시에 작용한 결과다. 자회사도 전원 흑자로 SI 70억 원, 센트럴시티 149억 원, 까사 24억 원을 기록했으며 라이브쇼핑만 채널 개편 영향으로 영업이익이 8억 원 줄었다.

영업외수지는 262억 원 손실로 전년 635억 원 손실 대비 373억 원 개선됐다. 이자손익이 42억 원, 외화·파생손익이 124억 원, 기타수지가 207억 원 나아졌다. 차입금이 4조 5,589억 원에서 4조 1,861억 원으로 줄고 부채비율도 140.9%에서 121.2%로 낮아진 영향이다.

3Q26 프리뷰

7월 백화점 매출은 14.2% 증가해 2분기 성장세를 이어갔으며, 외국인 매출은 120% 증가해 비중 8.7%를 기록했다. 8월 총매출 증가율은 6~7월 가전 고성장에 따른 기저효과로 4.9%로 낮아졌으나, 명품이 20%대, 패션이 10% 초반의 성장률을 유지하고 있다. 당사는 매출 성장률이 일부 둔화되더라도 비용 구조 개선에 따라 수익성과 영업이익률은 개선될 것으로 판단하며 3Q26 순매출 1조 6,326억원, 영업이익 1,679억원(YoY +68.3%)을 추정한다. 면세 DF2 제외 매출이 전년 수준에 그치면 3분기 면세 영업이익은 190~215억원, 연결 영업이익은 1,575~1,600억원으로 낮아진다.

기업 개요

동사는 백화점(별도)을 중심으로 신세계인터내셔널(패션·뷰티), 신세계디에프(면세), 센트럴 시티(부동산·터미널), 신세계까사(가구), 신세계라이브쇼핑(미디어커머스)을 연결하는 사업 지주형 구조다. 백화점은 명동·강남·부산 등 12개 점포를 운영하며 명품 매출 비중이 46%로 높고, 점포 수 33개인 롯데와 시장점유율 격차를 1%p 안팎까지 좁혔다. 2026F 연결 순매출 7.19조원 중 백화점 41%, 면세 29%, 신세계인터내셔널 17%를 구성한다. 온라인 사업인 SSG닷컴은 이마트 연결 및 동사 지분법 대상이었으나, FI 지분 정리를 계기로 신세계·이마트·SSG 3자 간 역할 재편을 검토하고 있으며 자사 온라인 신설 가능성 등을 포함해 구체적인 방향은 아직 확정되지 않았다. 향후에는 DF2 철수로 면세 수익성이 정상화되고 외국인 매출이 늘면서 백화점 본업의 이익 기여가 더 커질 전망이다.

리스크

면세 정상화 지연. 3·4분기 영업이익 295억원·326억원은 DF2 철수에 따른 임차료 절감이 3분기부터 온기로 반영되고 대량판매 할인율이 40% 초중반에서 더 오르지 않는다는 전제이며, 호텔신라 3Q26에서 확인된 재고 원가 부담은 이익 추정에 반영했다. 9월 업계 시내점 외국인 매출이 달러 기준 3.3% 줄어 매출 가정의 하방 위험은 높아졌다. DF2 제외 하반기 매출 증가율이 당사 가정 6.4%에서 0%로 낮아지면 공헌이익률 30~40% 기준 영업이익은 약 170~220억원, 호텔신라 시내점 수준인 -3.4%면 약 260~340억원 줄어 들 수 있다. 다만 원가율 추정에 매출 둔화 영향이 일부 들어 있어 이를 전액 추가 감익으로 보기는 어렵다. 파이공 비중이나 할인율이 다시 오르면 시내점 수익성 개선이 지연된다.

소비심리·자산효과 역전. 상반기 백화점 매출 개선의 배경에는 증시 호황에 따른 자산효과가 있었다. 8월 이후 변동성 확대로 4분기 순매출 성장률을 +8%로 낮춰 반영했으나, 자산효과가 역전되면 명품·패션 수요 둔화로 추가 하향 요인이 된다.

지급수수료를 가정 미달. 연결 지급수수료를 가정(하반기 22.2%, 2027년 22.0%, 2028년 21.8%)은 FY26 증익 2,786억원 중 약 900억원을 설명한다. 백화점 등 다른 사업의 지급수수료도 포함된 연결 계정인 만큼 면세 알선수수료 개선만으로 달성되지 않는다. 원가율에도 비슷한 위험이 있다. 하반기 원가율 개선 폭은 호텔신라 3Q26의 재고 원가 부담을 반영해 전년 대비 0.85%p에서 약 0.46%p로 낮췄으며, 원가 부담이 더 커지면 추가 하향 요인이다.

4분기 손상차손 재발. 4Q24 1,016억원, 4Q25 1,547억원의 자산손상차손이 4분기마다 반복됐다. 당사는 4Q26F에 -110억원을 반영했으나, 규모가 재확대되면 세전이익과 지배주주순이익이 추정치를 크게 밑돌 수 있다.

신세계 (004170)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	2025	2026F	2027F	2028F
매출액	6,929	7,191	7,476	7,847
매출원가	2,736	2,733	2,800	2,931
매출총이익	4,193	4,459	4,676	4,916
판매비와관리비	3,713	3,700	3,737	3,865
조정영업이익	480	759	939	1,051
영업이익	480	759	939	1,051
비영업손익	-348	-98	-131	-125
금융손익	-157	-117	-83	-76
관계기업등 투자손익	-12	-19	-12	-12
세전계속사업손익	132	661	808	926
계속사업법인세비용	68	164	218	250
계속사업이익	65	497	590	676
중단사업이익	0	0	0	0
당기순이익	65	497	590	676
지배주주	14	412	495	568
비지배주주	51	85	94	108
총포괄이익	283	1,291	590	676
지배주주	230	1,206	495	568
비지배주주	53	86	94	108
EBITDA	981	1,287	1,468	1,581
FCF	500	555	641	714
EBITDA 마진율 (%)	14.2	17.9	19.6	20.1
영업이익률 (%)	6.9	10.5	12.6	13.4
지배주주귀속 순이익률 (%)	0.2	5.7	6.6	7.2

예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	2025	2026F	2027F	2028F
유동자산	2,767	2,414	2,976	3,601
현금 및 현금성자산	845	498	942	1,466
매출채권 및 기타채권	583	582	618	649
재고자산	929	928	985	1,034
기타유동자산	410	406	431	453
비유동자산	13,067	14,482	14,612	14,736
관계기업투자등	946	1,423	1,411	1,399
유형자산	7,795	7,956	8,104	8,245
무형자산	642	603	563	530
자산총계	15,833	16,896	17,588	18,337
유동부채	5,176	5,270	5,456	5,615
매입채무 및 기타채무	1,609	1,607	1,706	1,791
단기금융부채	2,238	2,336	2,341	2,345
기타유동부채	1,329	1,327	1,409	1,479
비유동부채	4,085	3,889	3,895	3,900
장기금융부채	3,228	2,747	2,747	2,747
기타비유동부채	858	1,142	1,148	1,154
부채총계	9,261	9,158	9,351	9,515
지배주주지분	4,455	5,581	6,031	6,553
자본금	49	49	49	49
자본잉여금	424	424	424	424
이익잉여금	3,658	3,949	4,398	4,921
비지배주주지분	2,117	2,157	2,206	2,269
자본총계	6,572	7,738	8,237	8,822

예상 현금흐름표 (요약)

(십억원)	2025	2026F	2027F	2028F
영업활동으로 인한 현금흐름	991	1,134	1,220	1,293
당기순이익	65	497	590	676
비현금수익비용가감	983	789	796	822
유형자산감가상각비	440	480	489	497
무형자산상각비	62	48	40	33
기타	482	261	267	292
영업활동으로 인한 자산및부채의 변동	137	48	89	76
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	-4	83	-18	-15
재고자산 감소(증가)	32	2	-57	-49
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	98	-171	10	8
법인세납부	-62	-120	-218	-250
투자활동으로 인한 현금흐름	-646	-895	-632	-624
유형자산처분(취득)	-487	-566	-579	-579
무형자산감소(증가)	-7	-5	0	0
장단기금융자산의 감소(증가)	-123	1	-53	-45
기타투자활동	-29	-326	0	0
재무활동으로 인한 현금흐름	-81	-583	-144	-144
장단기금융부채의 증가(감소)	271	-383	5	4
자본의 증가(감소)	0	0	0	0
배당금의 지급	-86	-125	-91	-91
기타재무활동	-267	-75	-58	-58
현금의 증가	263	-347	444	524
기초현금	582	845	498	942
기말현금	845	498	942	1,466

자료: 신세계, 미래에셋증권 리서치센터

예상 주당가치 및 valuation (요약)

	2025	2026F	2027F	2028F
P/E (x)	171.5	5.7	4.7	4.1
P/CF (x)	2.3	1.8	1.7	1.6
P/B (x)	0.5	0.4	0.4	0.4
EV/EBITDA (x)	9.0	6.8	5.7	5.0
EPS (원)	1,440	43,423	52,434	60,118
CFPS (원)	108,266	135,475	146,681	158,572
BPS (원)	478,220	603,824	651,432	706,722
DPS (원)	5,200	5,200	5,200	5,200
배당성향 (%)	70.6	9.2	7.7	6.7
배당수익률 (%)	2.1	2.1	2.1	2.1
매출액증가율 (%)	5.5	3.8	4.0	5.0
EBITDA증가율 (%)	2.5	31.1	14.1	7.7
조정영업이익증가율 (%)	0.6	58.1	23.7	12.0
EPS증가율 (%)	-86.8	2,914.8	20.8	14.7
매출채권 회전율 (회)	24.2	25.4	25.6	25.5
재고자산 회전율 (회)	7.3	7.7	7.8	7.8
매입채무 회전율 (회)	19.3	17.0	16.9	16.8
ROA (%)	0.4	3.0	3.4	3.8
ROE (%)	0.3	8.2	8.5	9.0
ROIC (%)	3.7	10.1	8.1	9.0
부채비율 (%)	140.9	118.4	113.5	107.9
유동비율 (%)	53.5	45.8	54.5	64.1
순차입금/자기자본 (%)	65.4	55.1	46.2	37.1
조정영업이익/금융비용 (x)	2.5	5.3	9.9	11.1

투자 의견(신규)	매수
목표주가(신규)	128,000원
현재주가(26/10/29)	75,100원
상승여력	70.4%

영업이익(26F, 십억원)	389
Consensus 영업이익(26F, 십억원)	401
EPS 성장률(26F, %)	24.8
MKT EPS 성장률(26F, %)	278.0
P/E(26F, x)	6.6
MKT P/E(26F, x)	5.4
KOSPI	5,937.66
시가총액(십억원)	1,620
발행주식수(백만주)	22
유동주식비율(%)	55.0
외국인 보유비중(%)	26.6
베타(12M) 일간수익률	0.54
52주 최저가(원)	72,100
52주 최고가(원)	207,000

(%)	1M	6M	12M
절대주가	-16.1	-32.9	-7.9
상대주가	-2.9	-24.4	-36.7



[유통]
김나미
nami.kim@miraeasset.com

현대백화점

높은 본업 수익성에 외국인 매출이 더해진다

투자 의견 매수, 목표주가 128,000원으로 커버리지 개시

투자 의견 매수로 커버리지를 개시한다. ① 고정비 부담이 낮은 백화점에서 외국인 매출 증가에 따른 영업 레버리지가 본격화되고, ② 더현대 서울을 중심으로 외국인 매출 비중이 구조적으로 확대되며 수익성 개선을 견인하고, ③ 저임차료 공방면세점과 시내점 구조조정으로 면세사업 턴어라운드 가시화되고 있기 때문이다. 목표주가는 2027E EPS에 중국 단체관광객 무비자 시행 후 12MF P/E 평균 9.0배를 적용했다.

백화점: 영업 레버리지와 중장기 성장 기반

동사는 인하우스 카드 결제 비중(약 50%)이 높아 카드수수료 부담이 낮고 고정비를 최소화한 구조여서, 매출 증가가 대부분 이익으로 연결된다. 실제 2Q26 백화점부문 영업이익은 전년 대비 58.6% 증가해 순매출 성장률(+9.1%)을 크게 상회했으며, 2분기 거래액도 +16%로 성장세가 가속됐다. 패션 비중(37%)이 높은 상품 믹스도 수익성을 뒷받침하며, 2027년 더현대 부산, 2028년 경산 프리미엄 아울렛, 2029년 더현대 광주 출점으로 외형 성장 기반도 확보돼 있다.

외국인: 구조적 성장과 수익성 개선

외국인 매출은 4월 +40%, 5월 +66%, 6월 +92%로 매달 가팔라지고 있다. 전점 매출 비중도 지난해 6.4%에서 2Q26 8.6%까지 확대됐고, 더현대 서울과 무역점이 견인하고 있다. 더현대 서울은 관광 목적 방문이 많아 체류가 길고, 소비가 패션·팝업 등 고마진 분야로 분산된다. 외국인은 자사카드 프로모션 참여가 불가해 판촉비 부담이 낮아, 외국인 매출 증가는 외형 성장과 수익성 개선을 동시에 이끌고 있다.

면세: 턴어라운드와 실적 기여 확대

동사는 DF7(2020년)·DF5(2023년)에 이어 경쟁사가 반납한 DF2를 2026년 재입찰로 확보해 인천공항 3개 구역을 운영한다. DF7은 2020년 계약이 연장돼 객당 임대료 체계 밖에 있고, DF5와 DF2는 여객 연동 구조라 여객당 매출총이익이 객당 임차료를 웃도는 한 여객 증가가 이익 증가로 이어진다. 회사에 따르면 DF2는 개장 익월 관리손익 기준 손익분기를 넘었다. 면세 영업이익은 2025년 흑자 전환 후 1H26 96억원을 기록했고, 동대문점 폐점 효과와 DF2 편입에 따른 매입 조건 개선으로 올해 237억원, 내년 445억원으로 늘어 연결 실적의 새 성장원이 될 전망이다.

결산기 (12월)	2024	2025	2026F	2027F	2028F
매출액 (십억원)	4,188	4,230	4,345	4,787	5,000
영업이익 (십억원)	284	378	389	487	559
영업이익률 (%)	6.8	8.9	8.9	10.2	11.2
순이익 (십억원)	-36	208	251	307	352
EPS (원)	-1,543	9,177	11,449	14,233	16,321
ROE (%)	-0.8	4.6	5.4	6.3	6.8
P/E (배)	-	9.7	6.6	5.3	4.6
P/B (배)	0.2	0.4	0.3	0.3	0.3
배당수익률 (%)	3.0	2.4	3.1	3.1	3.1

주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익
자료: 현대백화점, 미래에셋증권 리서치센터

Valuation

동사에 대해 투자 의견 매수, 목표주가 128,000원을 제시한다. 동사는 1) 3사 중 가장 높은 백화점 이익 레버리지와 낮은 고정비 부담을 보유하고 있으며, 2) 외국인 매출 비중이 2026F 8.4%에서 2028F 10.6%로 확대되며 더현대 서울과 무역점에서 확인된 침투가 전점으로 확산될 것으로 전망하고, 3) 지누스와 면세사업의 정상화가 추가적인 이익 성장 요인으로 작용할 것으로 판단하기 때문이다.

표 36. Valuation Table

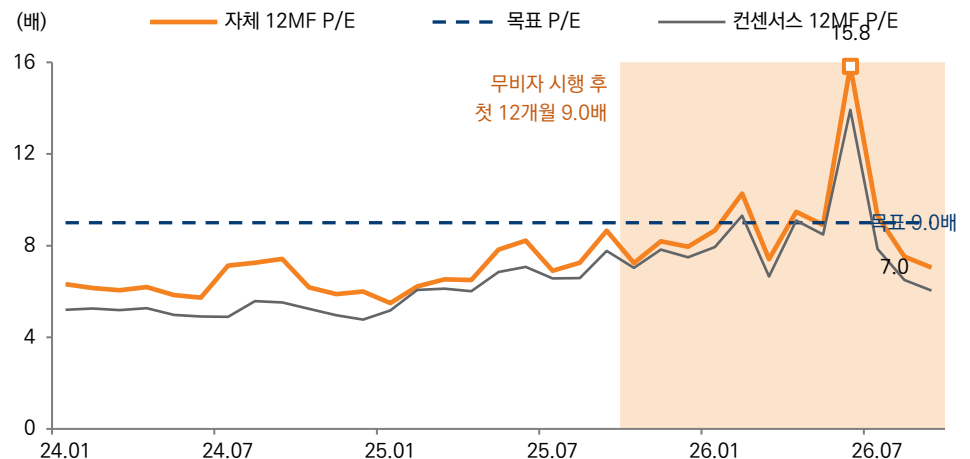
항목	값	비고
2026E 지배순이익 (억원)	2,508	당사 추정
2026E EPS (원)	11,449	평균 발행주식 21,906천주(2027E 21,565천주)
2027E EPS (원)	14,233	1년 뒤 도달 가격이므로 2027E 실적 적용
현재주가 (원)	73,100	2026.10.26 종가
현재 P/E (배)	5.1	2027E EPS 기준(2026E EPS 기준 6.4배)
목표 P/E (배)	9.0	무비자 시행 후 첫 12개월 2025.10~2026.9 월별 선행 P/E 평균(일회성 손익 조정)
목표주가 (원)	128,000	2027E EPS×목표 P/E
상승여력 (%)	75.1	

주: 2025년 10월~2026년 9월 월말 시가총액 ÷ 당사 정상화 12개월 선행 지배순이익(해당 분기부터 4개 분기) 평균.

자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

동사의 멀티플은 연결 실적과 백화점 본업 실적 간 괴리가 시장에 반영되는 속도에 따라 결정될 것으로 판단한다. 연결 손익 기준으로 보면 1Q26은 감익했고, FY26 연결 매출은 면세 DF2 온기 반영으로 +2.7% 성장하지만 지누스 매출 축소(-2,661억원)가 이를 상당 부분 상쇄한다. 반면 이익의 핵심인 백화점은 순매출 +7.1%와 백화점부문 영업이익 +30%(3,935억원→5,112억원)의 증익이 예상된다. 시장이 연결 실적보다 백화점 본업의 실적 개선에 주목하기 시작할 경우 멀티플 확장이 가능할 것으로 판단한다.

그림 65. 현대백화점 12MF P/E와 목표 P/E 9.0배



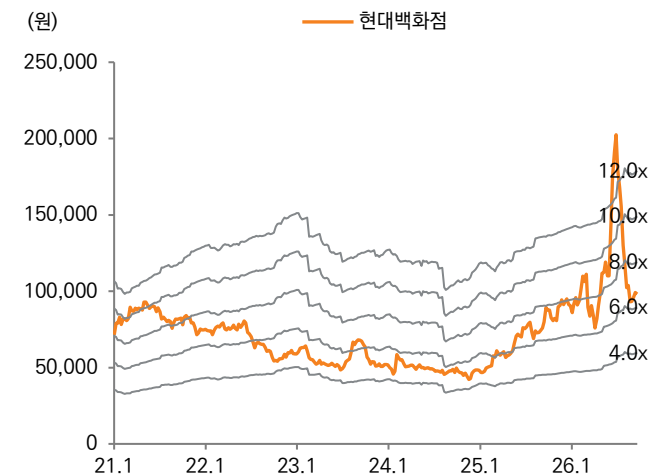
주: 월말 시가총액을 해당 분기부터 4개 분기 지배순이익 합계로 나누어 산출. 보고서 작성 시점에 확인된 실적과 당사 전망으로 과거 배수를 재구성했으며, 3Q26 지누스 미국공장 처분이익의 지배주주 귀속분 71억원을 차감. 컨센서스 계열은 월말 주가를 블룸버그 12개월 선행 EPS로 나눈 값. 음영은 기준 구간(2025.10~2026.9).

자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

목표주가 128,000원은 2027E EPS(14,233원)에 목표 P/E 9.0배를 적용했다. 목표배수는 중국 단체관광객 무비자 시행 후 첫 12개월(2025년 10월~2026년 9월)의 일회성 손익을 조정한 선행 P/E 평균이며, 3Q26 지누스 미국공장 처분이익의 지배주주 귀속분 71억원은 제외했다. 같은 기간 컨센서스 기준 평균은 8.2배이며, 10월 26일 종가 기준 12개월 선행 P/E는 컨센서스 기준 5.0배로 10년 평균(7.2배)을 밑돈다. 2027년 하반기 백화점 영업이 익률 개선 폭을 0%p로 두면 적정주가는 126,000원이다.

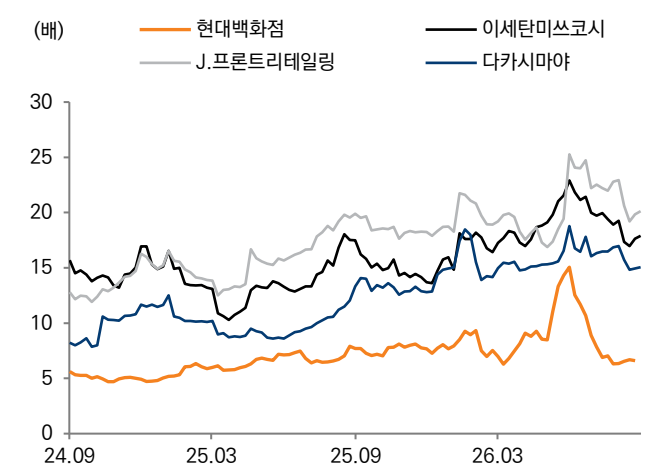
동사의 핵심 점포인 더현대 서울과 무역점의 외국인 매출 비중은 20% 수준으로, 핵심 점포에서 높은 외국인 침투가 확인돼 전사 비중 확대의 기반이 마련됐다. 주요 백화점 피어는 백화점 본업과 안정적인 부속사업으로 구성돼 연결 이익이 본업 실적을 상대적으로 안정적으로 반영한다. 반면 동사는 매트리스 제조업체인 지누스를 38.57%(비지배지분 61.4%, 반기보고서 기준) 지분으로 연결하고 있어 백화점 본업이 두 자릿수 증익을 이어가는 국면에서도 연결 이익과 지배주주순이익이 지누스 손익 방향에 영향을 받으며, 실제 지배지분율은 2024년 이후 분기별로 44%에서 113%까지 변동했다. 당사는 이 불확실성을 배수에서 별도로 할인하지 않았다. 목표 배수의 기준 구간은 지누스 영업손실이 이어진 기간이라 시장이 지누스 리스크를 이미 반영한 배수이고, EPS에도 지누스 손실과 PPA 상각이 들어 있어 다시 할인하면 이중 할인이 되기 때문이다.

그림 66. 현대백화점 12MF P/E 밴드



자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

그림 67. 현대백화점 vs 일본 백화점 12MF P/E

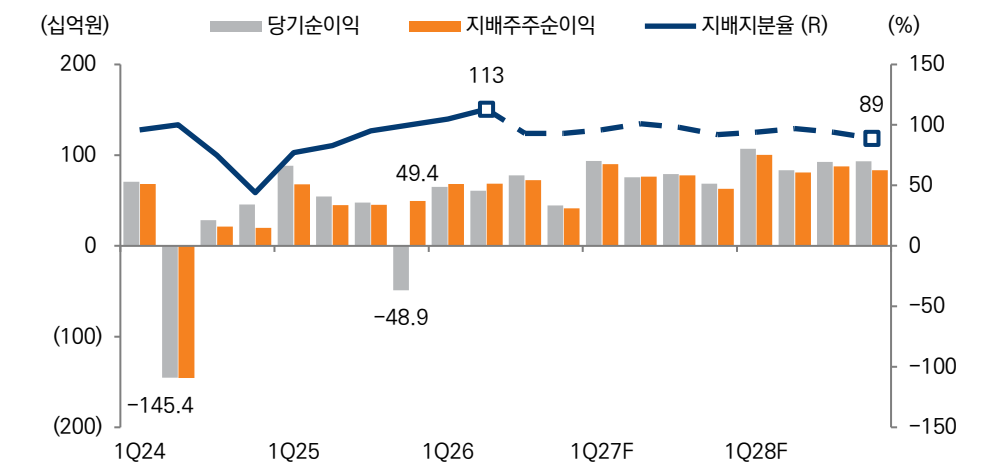


자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

지누스 관련 불확실성은 이익 추정에도 반영했다. FY26 지누스 영업손실을 1,048억원으로 반영했으며, 이는 주요 하우스 추정치(한국투자 997억원, 키움 1,010억원)보다도 보수적인 수준이다. 2027년 584억원의 영업손실 가정은 2026년 비용 구조를 출발점으로 완만한 마진 회복(매출총이익률 27.8%→28.5%)을 반영하되, 동사가 제시한 비효율 사업 축소 효과에 따른 조기 흑자 전환은 가정하지 않은 보수적 경로다. EPS 측면에서는 추가적인 완충요인이 존재한다. 동사가 지누스 지분 전량을 보유하고 있지 않아 손실의 일부가 비지배주주에게 배분되기 때문이다. 4Q25 연결 당기순이익은 -489억원이었으나 지배주주순이익은 +494억원이었고, FY25 연간으로도 당기순이익 1,415억원 대비 지배주주순이익은 2,077억원이었다. 지누스 적자 확대에 따라 연결 순이익은 감소하지만, 지배주주순이익은 상대적으로 방어되는 구조다.

같은 구조로 인해 이익 추정의 불확실성도 확대된다. 실제 지배지분율은 2024년 이후 분기별로 44%에서 113%까지 움직였고(4Q25에는 -100.9%), 지누스 손익의 방향이 곧 비지배지분 배분을 좌우한다. 당사는 비지배순이익을 지누스 귀속분(지누스 순이익에서 PPA 상각을 뺀 뒤 비지배 61.4%를 적용)과 한무쇼핑 등 기타로 직접 산출했으며, 그 결과 지배지분율은 2026년 101%, 2027년 97%, 2028년 94%로 계산된다. 지누스 정상화 속도가 곧 지배지분율이므로 분기 실적으로 계속 확인해야 하는 변수다.

그림 68. 현대백화점 분기 당기순이익 vs 지배주주순이익: 지누스 손실의 61%는 비지배로



주: 3Q26F부터 당사 추정. 지배지분율 = 지배주주순이익 ÷ 당기순이익. 4Q25는 당기순이익 적자라 지배지분율 표시 생략
자료: 현대백화점, 미래에셋증권 리서치센터 추정

추가적인 상방 요인도 존재한다. 지누스 잔여 관세 환급 170억원의 하반기 반영(2분기 141억원은 이미 인식)과 면세 분기 100억 원 체력의 조기 도달이다. 자사주 1.1%의 연내 추가 소각은 주주환원 의지를 확인하고 해당 물량의 재매각 가능성을 없애는 요인이다. GF 홀딩스의 지분 확대 매수(37%→40%, 연내)는 밸류에이션 항목은 아니나 수급의 하방을 받친다.

실적 전망

연결 순매출은 2025년 4.23조원에서 2026년 4.35조원(+2.7%), 2027년 4.79조원(+10.2%), 2028년 5.00조원(+4.4%)으로 전망한다. 2026년에는 지누스 매출이 9,132억 원에서 6,471억 원으로 2,661억원 감소하지만, 4월 말 개장한 DF2가 온기 반영되며 면세 매출이 1조 140억 원에서 1조 2,282억 원(+21.1%)으로 늘고 본업인 백화점 순매출도 2조 4,377억 원에서 2조 6,114억 원으로 7.1% 증가해 연결 매출은 성장세를 유지한다. 2027년 매출 증가율이 높은 것은 DF2 온기가 연간으로 반영되는 첫해이기 때문이며, 본업 기준으로 외형 성장이 지속될 전망이다.

표 37. 현대백화점 연간 실적 전망

(십억원)	2025	2026F	2027F	2028F
순매출액	4,230	4,345	4,787	5,000
백화점	2,438	2,611	2,734	2,838
면세	1,014	1,228	1,434	1,481
지누스	913	647	768	836
기타·연결조정	(135)	(141)	(148)	(155)
영업이익	378	389	487	559
영업이익률 (%)	8.9	8.9	10.2	11.2
백화점	394	511	542	574
면세	0	24	45	58
지누스	25	(105)	(58)	(31)
PPA 상각·연결조정	(41)	(41)	(41)	(41)
세전이익	123	338	417	495
지배주주순이익	208	251	307	352
EPS (원)	9,177	11,449	14,233	16,321

자료: 현대백화점, 미래에셋증권 리서치센터

표 38. 현대백화점 분기 및 연간 실적 전망

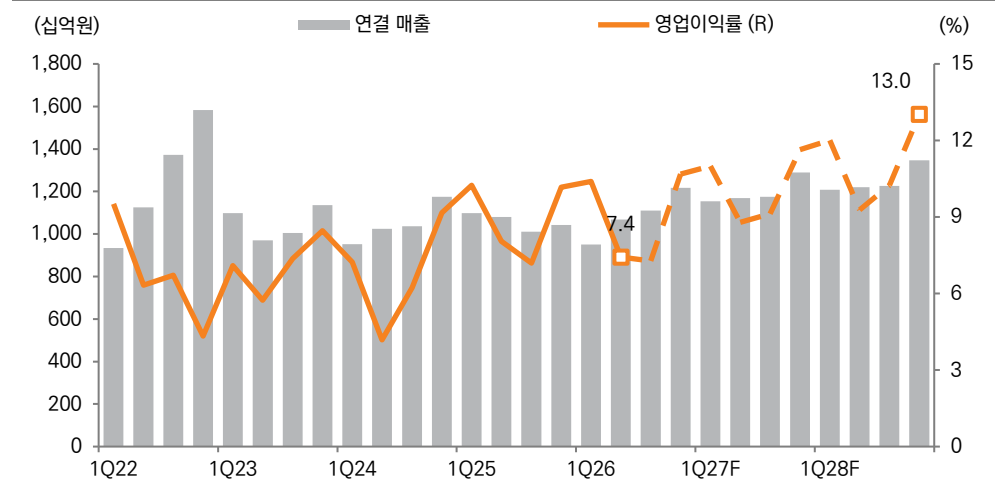
(십억원)

	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26	3Q26F	4Q26F	2024	2025	2026F	2027F
매출액	1,098	1,080	1,010	1,042	950	1,068	1,110	1,217	4,188	4,230	4,345	4,787
백화점	589	590	577	682	632	644	622	713	2,435	2,438	2,611	2,734
면세	294	294	222	204	214	310	352	352	972	1,014	1,228	1,434
지누스	250	229	242	192	140	148	170	190	920	913	647	768
기타·연결조정	(34)	(33)	(31)	(37)	(36)	(34)	(34)	(38)	(140)	(135)	(141)	(148)
영업이익	112	87	73	106	99	79	81	130	284	378	389	487
영업이익률	10.2	8.0	7.2	10.2	10.4	7.4	7.3	10.7	6.8	8.9	8.9	10.2
세전이익	121	78	65	(141)	99	78	102	59	6	123	338	417
지배주주순이익	68	45	45	49	68	69	72	42	(36)	208	251	307

주: 4Q25 세전이익은 자산손상차손 포함 발표 기준. 자료: 현대백화점, 미래에셋증권 리서치센터

연결 영업이익은 3,779억원에서 2026년 3,889억원(+2.9%), 2027년 4,868억원(+25.2%), 2028년 5,590억원(+14.8%)으로 전망한다. 부문별로 백화점 영업이익은 3,935억원에서 5,112억원으로 1,177억원 증가하고 면세 영업이익은 2억원에서 237억원으로 확대되는 반면, 지누스는 255억원 흑자에서 1,048억원 적자로 전환돼 본업의 이익 개선을 대부분 상쇄할 전망이다. 여기에 지누스 인수 관련 PPA 상각비(고객관계 상각 연 403억원, 사업보고서 주석 14)와 기타 연결조정이 연간 411억원(분기 103억원)씩 고정 반영된다. 2027년부터는 지누스 적자가 584억원으로 축소되고 면세 영업이익이 445억원까지 확대되면서 백화점 본업의 이익 성장에 면세사업 정상화가 추가되는 구조다. 백화점 영업이익은 2027년 5,418억원(+6.0%), 2028년 5,735억원(+5.8%)으로 증가율이 낮아진다. 내국인 매출 증가율을 3.0%로 보수적으로 가정하고, 2027년 하반기 더현대 부산 개점에 따른 신규점 부담을 반영해 하반기 마진 개선 폭을 낮췄기 때문이다. EPS는 2026년 11,449원에서 2027년 14,233원(+24.3%), 2028년 16,321원(+14.7%)으로 추정한다.

그림 69. 현대백화점 연결 매출과 영업이익률 추이



자료: 현대백화점, 미래에셋증권 리서치센터

백화점 실적은 분기별 실제 실적을 기반으로 추정했다. 2Q26 순매출은 6,438억원(+9.1%), 영업이익은 1,101억원(+58.6%)이 확정됐다. 3분기는 회사가 제시한 거래액 10% 성장에서 순매출 인식 차이를 반영해 +7.9%, 4분기는 전년 동기의 기저가 높다는 점을 고려해 +4.5%를 적용했다. 영업이익률은 3분기 18%, 4분기 21.5%로 추정해 전년 대비 각각 +2.5%p, +1.3%p 개선을 전망한다. 이는 상반기 영업이익률 개선폭인 +5.0%p, +5.4%p 대비 보수적인 수준으로, 저마진 가전과 시계·주얼리의 성장률이 고마진 의류를 상회하는 상품 믹스 악화가 2분기에 확인된 점을 반영했다.

지누스는 회사 로드맵보다 보수적으로 추정했다. 회사는 3분기 적자 축소와 4분기 손익분기를 제시하고 있으나, 2Q26 영업손실 267억원에는 관세 환급 141억원이 이미 반영돼 환급 효과를 제외한 실질 손실은 408억원으로 1분기 301억원보다 악화됐다. 당사는 3분기 280억원, 4분기 200억원의 영업손실을 적용해 FY26 연간 1,048억원의 영업손실을 반영했다. 하반기 반영되는 잔여 관세 환급 170억원은 영업이익에 직접 반영되는 요인이다. 9월 잔금을 받은 지누스 미국공장 매각 대금 1,353억원은 현금흐름과 재무구조를 지원한다. 2027년에도 584억원의 영업손실이 이어지고 2028년에는 312억원까지 축소되는 경로를 가정했다. 2026년 비용 구조를 기준으로 원가율, 인건비, 물류비율 등 연간 가정을 적용한 결과다. 매출총이익률은 2026년 27.8%, 2027년 28.5%, 2028년 30.0%로 점진적인 회복을 가정했으며, 조기 정상화 시나리오는 반영하지 않았다.

면세 매출은 기존점(무역센터·DF7·DF5)과 DF2를 나눠 일평균 매출에 영업일수를 곱해 추정했다. 1H26 면세 총매출은 8,918억원, 순매출은 5,241억원(순매출/총매출 58.8%)이며, 2Q26 순매출 3,104억원은 기존점 2,208억원(일평균 24.3억원)과 DF2 896억원(4월 28일 개장 이후 64일, 일평균 14억원)으로 분해된다. DF2 일평균 14억원은 동사가 제시한 수치로 2Q26 전분기 대비 증분 967억원을 영업일수 64일로 나눈 약 15억원과도 부합하며, 동사가 DF2 사업자 선정 시 밝힌 연 6,000억원(일평균 16.4억원) 기대치보다 낮은 보수적 가정이다. 3Q26F·4Q26F는 기존점 일평균을 2Q26 수준으로 유지하고 DF2 92일 온기를 더해 각 3,520억원(YoY +58%, +72%)을 추정했고, 2027년 이후는 기존점·DF2 일평균에 연 3% 성장을 적용해 1Q27F 3,499억원으로 4Q26F와 단절 없이 이어진다.

표 39. 현대백화점 면세 순매출 추정 구조 (억원)

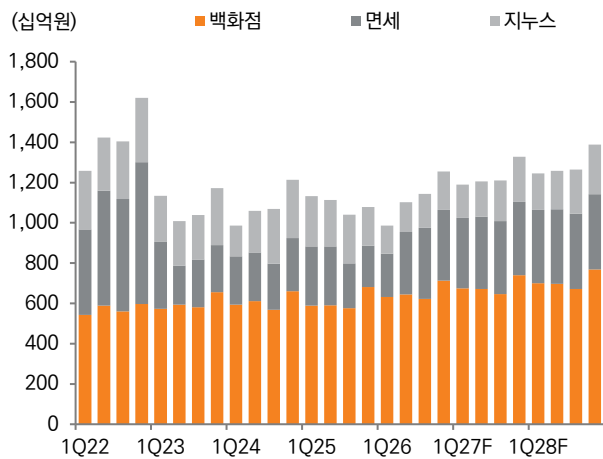
구분	기존점	DF2	면세 순매출
2Q26 순매출	2,208	896	3,104
영업일수(일)	91	64	—
일평균 순매출	24.3	14.0	—
3Q26F·4Q26F	2Q26 일평균 유지	92일 온기 반영	각 3,520
2027F 이후	일평균 연 3% 성장	일평균 연 3% 성장	1Q27F 3,499

주: 1H26 면세 총매출 8,918억원, 순매출 5,241억원(58.8%). 3Q26F·4Q26F는 전년 대비 +58%, +72%. DF2 개장 시 회사 기대치는 연 6,000억원(일평균 16.4억원)

자료: 현대백화점, 미래에셋증권 리서치센터 추정

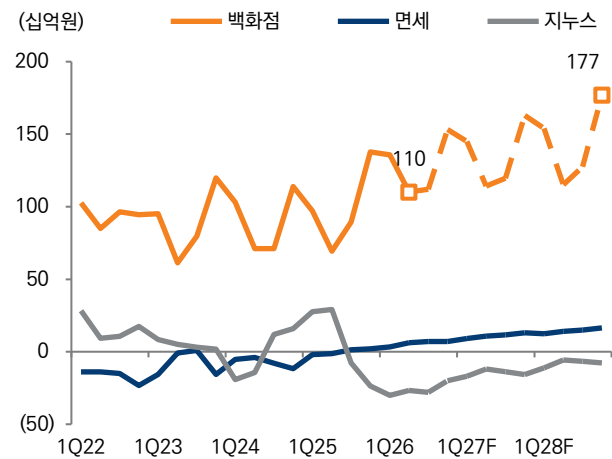
기준점 하락은 2025년 7월 동대문점 영업 종료와 시내 타이공 축소로 이미 실현된 것이며 (1Q26 기준점 순매출 2,137억원, 전년 대비 -27%), 추가 회복은 가정하지 않았다. 면세 영업이익률은 회사가 제시한 2027년 분기 100억원 이익 체력을 앵커로 3Q26F·4Q26F 2.0%, 2027년 연간 3.1%(445억원), 2028년 3.9%(578억원)를 적용했다. 하반기는 호텔 신라 3Q26에서 확인된 면세 재고 원가 부담을 감안해 2Q26 실적(2.0%)보다 높이지 않았다. DF2는 코로나 시기 확보한 DF7, 4기 입찰로 확보한 DF5와 달리 현행 조건의 임차료를 부담해 혼합 마진을 희석하므로, 매출 확대에도 영업이익률은 가이드선 수준에 맞춰 보수적으로 두었다. 민감도로 보면 DF2 일평균 ± 1 억원은 연 매출 ± 365 억원, 2027년 면세 영업이익 ± 11 억원, 목표주가 약 ± 350 원에 해당해 추정 오차가 밸류에이션을 흔들 규모는 아니다.

그림 70. 현대백화점 부문별 매출 구성



자료: 현대백화점, 미래에셋증권 리서치센터

그림 71. 현대백화점 부문별 영업이익



자료: 현대백화점, 미래에셋증권 리서치센터

영업외손익에는 4분기마다 반복돼 온 손상차손을 반영했다. 4분기 영업외손실은 2022년 958억원, 2023년 2,731억원, 2024년 474억원, 2025년 2,468억원으로 매년 발생했으며, 이 가운데 자산손상차손은 각각 358억원, 2,609억원, 533억원, 2,355억원으로 무형자산 손상이 중심이다. 2025년 4분기에 지누스 관련 무형자산손상 2,056억원이 인식돼 잔여 손상 여지가 축소된 것으로 판단하며, 4분기 영업외순손실을 FY26 약 723억원, FY27 600억원, FY28 526억원으로 반영했다. 이는 해당 분기 영업이익 대비 세전이익 비율을 각각 45%, 60%, 70%로 적용한 당사 가정이며, 전액을 손상차손으로 추정된 것은 아니다.

1~3분기는 실적 분기의 영업이익 대비 세전이익 비율을 반영해 97%를 적용했고, 3Q26F에는 지누스 미국공장 처분이익 약 241억원(세전, 반기 말 장부금액 기준 잠정치)을 별도로 더했다. 지배지분율은 비지배순이익 산출 결과로 2026년 101%, 2027년 97%, 2028년 94%다. 지누스 지분을 전량 보유하지 않아 손실의 61.4%가 비지배주주에게 배분되므로, 지누스 적자 국면에서는 지배주주순이익이 연결 순이익을 상회하는 구조다.

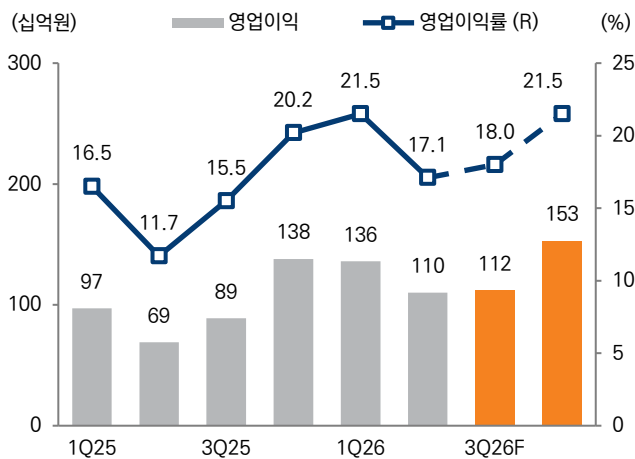
투자포인트

투자포인트 1. 백화점 레버리지: 고정비가 가벼운 회사에 매출이 붙고 있다

백화점 영업 레버리지는 2개 분기 연속 확대되고 있다. 1Q26 백화점부문 영업이익은 1,358억원으로 전년 대비 39.7% 증가해 순매출 성장률(+7.4%)을 크게 상회했으며, 2Q26에도 1,101억원으로 58.6% 증가하며 순매출 성장(+9.1%)의 여섯 배를 기록했다. 동사는 인하우스 카드 결제 비중이 전체의 약 50%에 달해 카드수수료 부담이 경쟁사 대비 낮고, 비용 구조를 가볍게 유지하는 것을 최우선으로 하는 운영 기조를 갖고 있다. 고정비 부담이 낮은 구조에서 거래액 기준 두 자릿수(2Q26 +16%), 순매출 기준 한 자릿수 후반의 매출 성장이 이어지면서 증분 매출의 이익 전환율이 높아지는 구간에 진입한 것으로 판단한다.

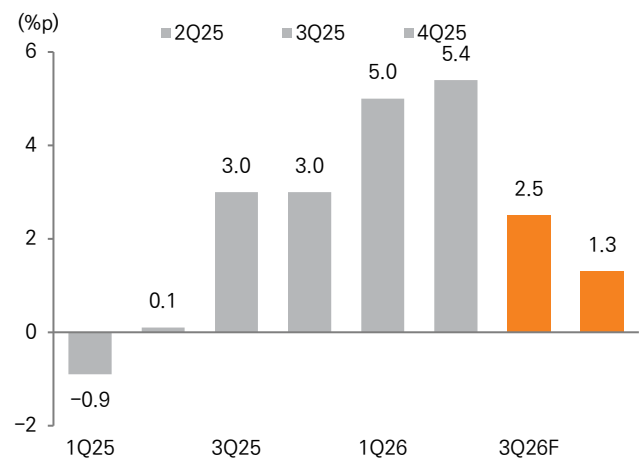
상품 믹스도 상대적으로 수익성에 우호적이다. 동사의 상품 구성은 패션 비중 37%가 명품 비중(27%에서 30%로 확대)을 웃도는 구조다. 카테고리별 마진율은 패션 약 30%, 식품 25%, 화장품·잡화 25~30%로 명품(10~15%)보다 높아, 명품 비중이 높은 경쟁사 대비 수익성 측면에서 유리하다. 다만 명품이 다른 카테고리보다 빠르게 성장하는 분기에는 믹스 효과가 줄어 영업 레버리지가 일부 희석될 수 있다.

그림 72. 백화점부문: 매출 +7~9%에 영업이익 +40~59%



주: 영업이익률은 순매출 기준. 3Q26F부터 당사 추정
자료: 현대백화점, 미래에셋증권 리서치센터 추정

그림 73. 백화점 영업이익률 개선폭: 하반기는 보수적으로

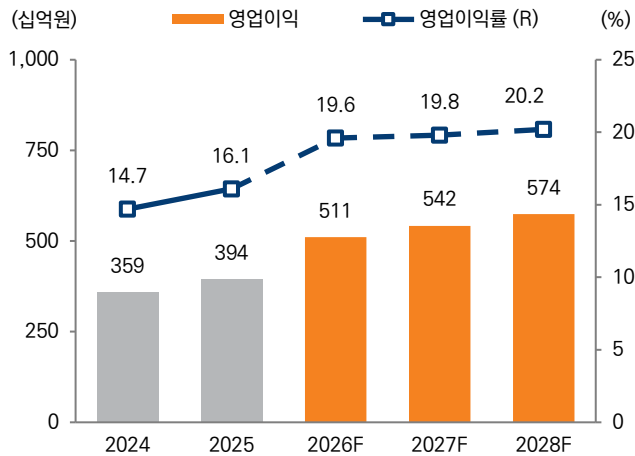


주: 전년 동기 대비, 순매출 기준. 3Q26F부터 당사 추정
자료: 현대백화점, 미래에셋증권 리서치센터 추정

2Q26 백화점 영업이익률은 17.1%로 컨센서스 17.3%를 하회했다. 저마진 카테고리인 가전(+29%)과 시계·주얼리(+48%), 명품(+25%)의 성장률이 고마진 의류(+7%)를 상회했기 때문이다. 명품이 트래픽을 견인하고 의류가 수익성을 뒷받침하는 구조인 만큼, 고마진 의류의 성장률이 상대적으로 낮을 경우 영업 레버리지 효과가 일부 제한될 수 있다.

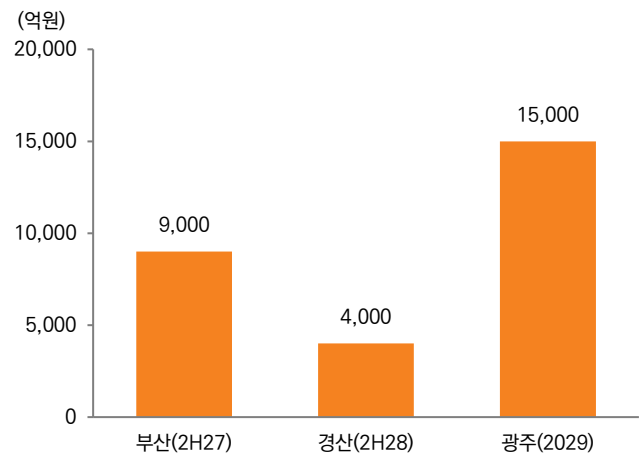
중장기적인 외형 성장 기반도 3사 중 가장 명확하다. 2027년 하반기 더현대 부산(영업면적 약 2만 1천평, 투자비 약 9,000억원), 2028년 하반기 경산 프리미엄아울렛(약 4,000억원), 2029년 더현대 광주(약 3만 1천평, 약 1조 5,000억원) 등 3년 연속 대형 출점이 예정돼 있다. 기존 출점 사례를 감안하면 대형점은 오픈 다음 해 손익분기에 도달해왔다. 더현대 서울과 판교점의 출점 이후 실적 개선 사례를 고려하면 신규 점포의 중장기 이익 기여도 기대할 수 있다. 여기에 2026년 7월 10일 도쿄 도큐플라자 오모테산도에 더현대 글로벌 1호점을 개점하며 해외 상권으로 사업 영역을 확대했다.

그림 74. 백화점부문 연간 영업이익: 출점 비용에도 증가



주: 영업이익률은 순매출 기준. 2026F부터 당사 추정
자료: 현대백화점, 미래에셋증권 리서치센터 추정

그림 75. 3년 연속 대형 출점: 투자비 합계 약 2.8조원



주: 더현대 부산 영업면적 약 2만 1천평, 더현대 광주 약 3만 1천평, 경산은 프리미엄아울렛
자료: 현대백화점, 미래에셋증권 리서치센터

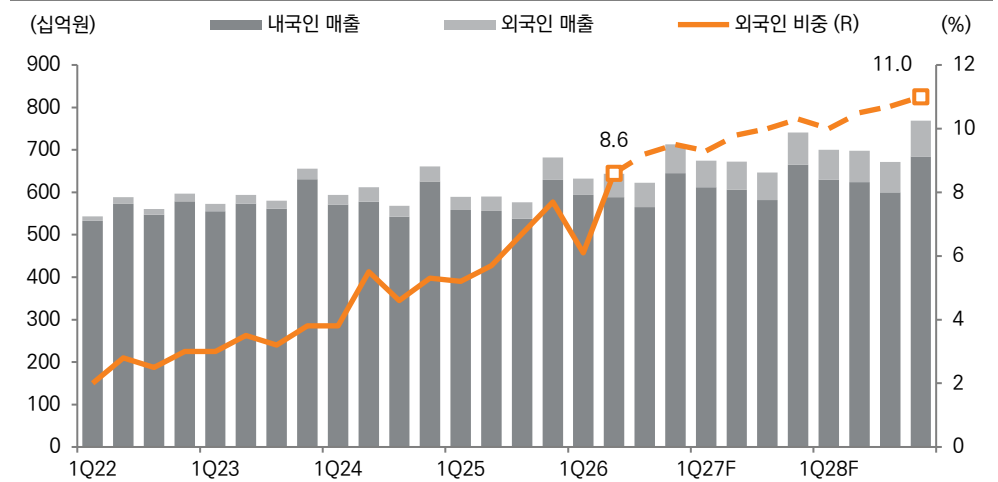
투자포인트 2. 외국인 가속: 6월 +92%, 하반기 성장의 핵심 변수

동사의 외국인 매출 성장률은 1분기 20%대에서 4월 +40%, 5월 +66%, 6월 +92%로 월별로 확대되고 있다. 전점 외국인 매출 비중은 지난해 6.4%에서 2Q26 8.6%로 상승했으며, 7월에는 역대 최대인 9.0%를 기록했다.

6월 말 대비 7월 말 원화 가치가 달러 대비 7.1% 절상됐음에도 외국인 매출은 86% 늘었다. 원화 강세 구간에도 성장이 유지됐다는 것은, 동사의 외국인 매출이 환율이 만든 가격 매력의 부산물이 아니라 방한 수요 자체의 확대에 기반하고 있음을 보여준다. 원화 강세로 외국인 매출 둔화 우려가 제기됐으나, 7월까지의 외국인 매출에서는 둔화가 확인되지 않는다.

외국인 고객의 소비 특성도 긍정적이다. 명동 상권이 없는 동사의 외국인은 더현대 서울을 구경하러 목적성 있게 방문하는 고객이라 체류가 길고 구매 상품군이 럭셔리에 치중되지 않는다. 패션·팝업 소비가 많아 저마진 명품 쓸림이 덜하다는 뜻이다. 객단가는 약 44만원으로 전체 평균 12만원 대비 3배 이상 높다. 또한 외국인은 자사카드 기반 사은행사 참여가 제한돼 판촉비 부담도 낮다. 재방문 고객 증가에 맞춰 외국인 VIP 시스템과 픽업 서비스 제휴망을 구축하고 있다는 점도 일회성 관광 수요를 반복 수요로 바꾸는 장치다.

그림 76. 현대백화점 내·외국인 매출과 외국인 비중 추이



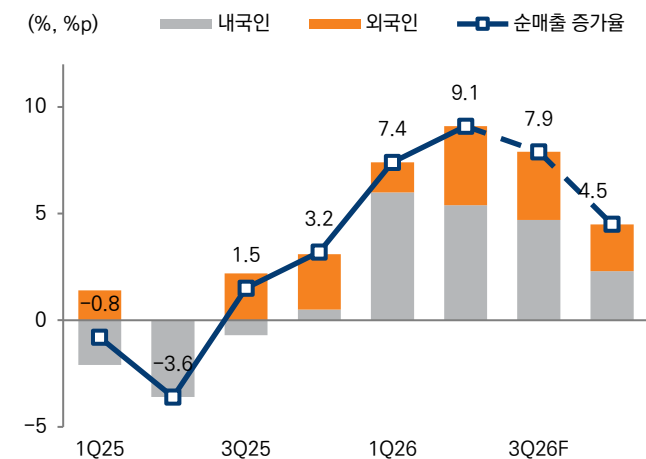
자료: 현대백화점, 미래에셋증권 리서치센터

핵심 점포에서는 높은 외국인 침투가 이미 확인된다. 더현대 서울과 무역점의 외국인 비중은 지난해 17%에서 2분기 20~21%, 7월 각각 24%와 21%로 올라 전사 비중 확대의 기반이 마련됐다. 전점 비중의 상승은 이 두 점포에서 확인된 외국인 침투가 나머지 점포로 확산되는 과정이며, 2027년 말 더현대 부산 개점이 그 확산의 다음 촉매다.

당사는 전점 외국인 비중을 2026F 8.4%, 2027F 9.9%, 2028F 10.6%로 전망한다. 분기 기준으로는 2Q26 8.6%에서 4Q26F 9.5%, 4Q28F 11.0%로 연 0.7~0.8%p씩 오르는 경로로, 2025년 이후 실제 상승 속도(연 2%p 안팎)보다 완만하다. 2027년 외국인 매출 증가(+23%, 2,189억원→2,695억원) 가운데 13.3%p는 4Q26F 비중(9.5%)이 연중 이어지는 이월 효과, 4.3%p는 추가 침투, 5.5%p는 백화점 매출 성장분이다. 2027E는 추가 침투 없이 4Q26F 비중만 유지해도 EPS의 약 99%가 유지되는 추정이다. 더현대 부산의 매출은 개점 일정이 확정되지 않아 추정에 반영하지 않았다.

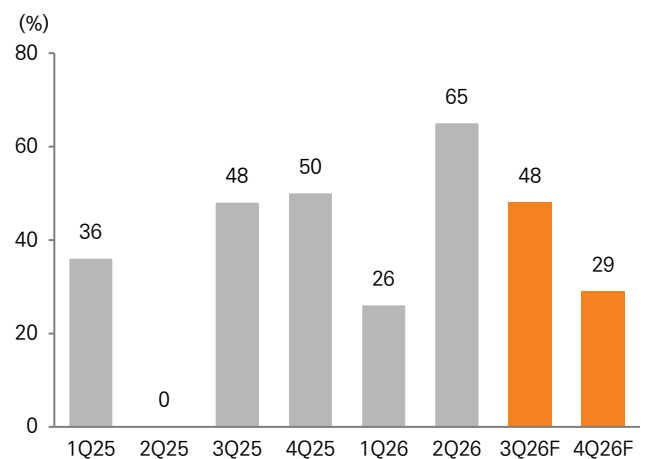
하반기에는 외국인 매출의 성장 기여도에 주목할 필요가 있다. 7월부터 전년 동기 거래액 증가율이 높아지는 구간에 진입해(2025년 7월 +6%) 내수만으로 거래액 10%대 성장을 달성하기는 어려울 것으로 예상된다. 당사는 백화점 순매출 성장률을 3분기 +7.9%, 4분기 +4.5%로 2분기(+9.1%)보다 낮게 추정하며, 증분의 41~49%를 외국인이 채우는 구조다(3분기 증분 455억원 중 외국인 186억원, 4분기 309억원 중 152억원). 내국인이 여전히 증분의 절반 이상을 차지하지만, 외국인 매출이 3분기 +48%, 4분기 +29% 늘어 성장률의 상단을 결정한다. 회사가 제시한 3분기 거래액 +10% 목표도 외국인 성장에 기대고 있으며, 하반기 실적은 외국인 매출이 성장 가속의 촉임을 분기 숫자로 확인하는 구간이 된다. 더현대 서울 또한 20대 고객의 첫 현대백화점 경험을 넓히는 넥스트 제너레이션 VIP 전략으로 성장하고 있어, 외국인 고객 확대와 미래 내수 VIP 확보를 동시에 추진하고 있다는 점에서 중장기적인 고객 기반 확대 효과도 기대된다.

그림 77. 백화점 순매출 증가율 기여도: 하반기 증분의 41~49%가 외국인



주: 전년 동기 대비, %p. 3Q26F부터 당사 추정
자료: 현대백화점, 미래에셋증권 리서치센터 추정

그림 78. 외국인 매출 증가율: 하반기 +48%, +29%

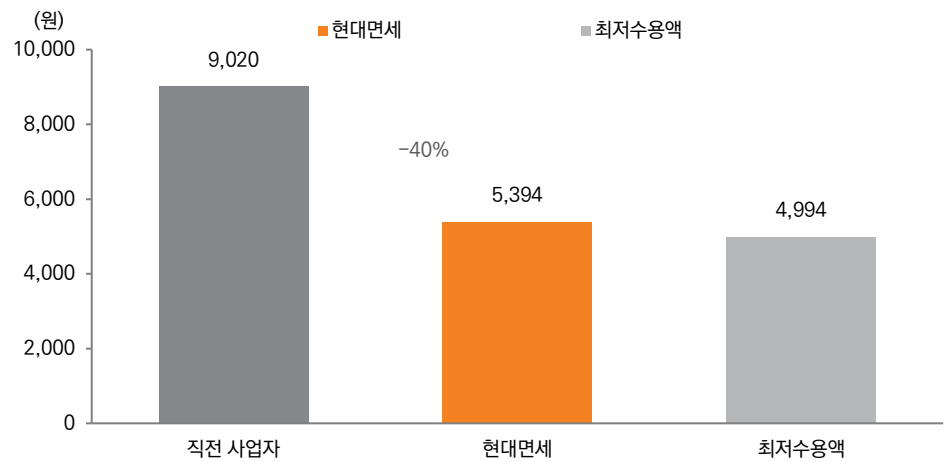


주: 백화점부문, 전년 동기 대비. 3Q26F부터 당사 추정
자료: 현대백화점, 미래에셋증권 리서치센터 추정

투자포인트 3. 면세 턴어라운드: 경쟁사 철수기에 핵심 공항 구역을 저가 확보

동사 면세사업은 경쟁사와 차별화된 비용 구조를 보유하고 있다. 경쟁사들이 인천공항의 높은 임차료 부담으로 철수하거나 시내점 중심으로 사업을 재편하는 동안, 동사는 인천공항 3개 구역(DF7·DF5·DF2)을 비교적 낮은 임차료 조건으로 확보했다. 임차료 구조는 구역별로 달라 DF7(2030년 8월까지 갱신)은 2020년 계약으로 객당 임대료 체계 밖에 있고, DF5(4기 입찰, 객당 1,109원)와 2026년 재입찰로 확보한 DF2(객당 5,394원, 2033년까지)는 여객 연동 임차료가 적용되는 것으로 파악된다. 여객 연동 구조에서는 여객이 늘면 임차료도 함께 늘기 때문에, 이익은 여객당 매출총이익이 객당 임차료를 얼마나 상회하느냐에 달려 있다. 두 구역 모두 공항공사 제시가보다 5~8% 높은 수준에서 낙찰받아 이 차이를 확보했다. 사업 규모도 커져, 4월 말 DF2 개장으로 인천공항 6개 구역 중 3개를 운영하는 구역 수 기준 최대 사업자가 됐다. 2Q26 말 인천공항 점유율은 25.9%로, DF2가 약 두 달만 반영된 수치다. 동사는 공항점 연 매출 1조원 이상을 기대하고 있다.

그림 79. DF2 객당 임대료: 직전 사업자 대비 40% 낮다

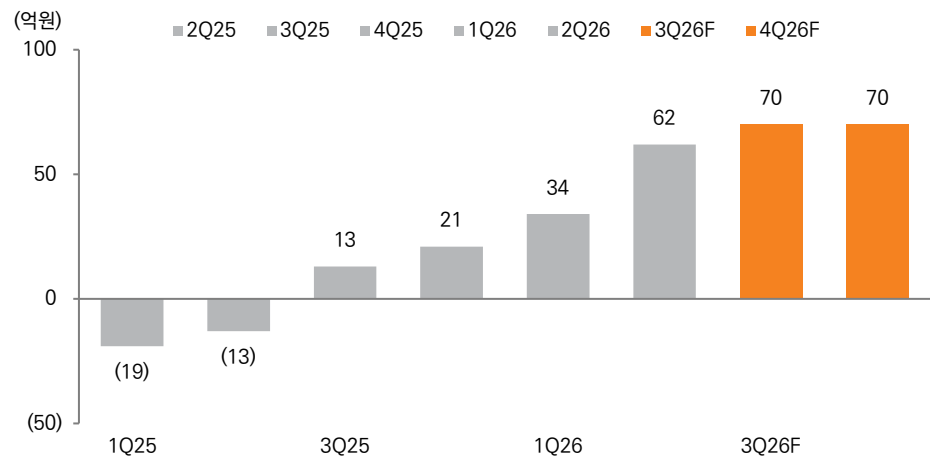


자료: 미래에셋증권 리서치센터

FY25가 첫 실적 개선의 확인 구간이었다. 면세 부문은 2025년 연간 영업이익 2억원으로 2018년 사업 개시 이후 7년 만에 첫 연간 흑자를 기록했다. 이익 규모는 크지 않지만, 유리한 임차 단가를 바탕으로 공항점의 이익 기여가 확대되기 시작했다는 점에서 의미가 있다.

2026년 상반기에는 이익 개선 폭이 확대됐다. 1Q26 영업이익 34억원, 2Q26 62억원으로 상반기 누계 96억원을 기록해 전년 동기 대비 128억원 개선됐다. 특히 4월 말 영업을 시작한 DF2가 개장 익월부터 관리손익 기준 손익분기를 넘었으며, DF5·DF7의 이익 규모도 1분기 대비 확대됐다. 동사에 따르면 일평균 매출(거래액 기준)은 2분기 53억원(DF2 14억원)에서 7월 57억원으로 증가했다. 공항점은 타이공 매출차감이 적어 순매출과 거래액의 차이가 작으며, 당사는 DF2 일평균 14억원을 순매출로 적용했다. 2Q26 면세 순매출에서 1Q26 기존점 일평균을 차감한 잔차(일 14.8억원)와도 부합하며, 회사 기대치 연 6,000억원(일 16.4억원) 대비 보수적인 수준이다. 면세 순매출은 2Q26 3,104억원으로 일평균 약 34억원이다. 순매출/총매출 비율은 1H26 58.8%, 2Q26 분기 기준 약 58.2%다.

그림 80. 현대면세 분기 영업이익: DF2 개장 후 흑자 확대

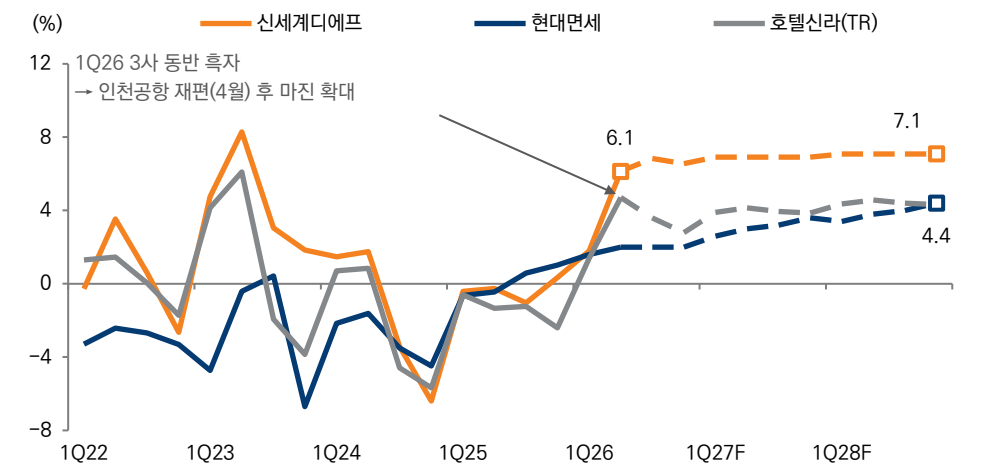


자료: 미래에셋증권 리서치센터

개선 여력도 남아있다. 공항점은 월 20~30억원의 영업이익을 기록하고 있어 산술적으로 분기 60~90억원 수준의 이익이 가능하지만, 상반기 분기 이익이 34억원·62억원에 그친 것은 시내 무역점 적자가 이를 상쇄하고 있기 때문이다. 이 갭이 닫히는 중이다. 작년 하반기 동대문점 폐점으로 고정비가 제거되며 턴어라운드했고, DF2로 사업 규모가 커지면서 매입 협상력이 높아져 직매입 마진 격차가 줄고 있다.

밸류에이션 관점에서 면세사업의 의미는 현재 이익 규모보다 향후 이익 개선 폭에 있다. 낮은 임차 단가는 손익분기점을 낮추지만, 여객 수에 연동되는 임차료와 운영비 부담도 함께 발생한다. 수익성 개선은 구매 전환율과 객단가, 매입 조건, 시내점 적자 축소에 달려 있으며, DF2 개장에 따른 구매력 확대가 이 조건을 개선하고 있다. 동사는 2027년 분기 100억원, 연 400억원 수준의 영업이익을 목표로 제시했고, 당사도 해당 수준에 2027년 도달할 것으로 전망한다. 면세 영업이익은 2026년 237억원, 2027년 445억원, 2028년 578억원으로 추정하며, 순매출 기준 영업이익률은 1.9%, 3.1%, 3.9%다. 2026년 하반기는 호텔신라 3Q26에서 확인된 재고 원가 부담을 감안해 3분기·4분기 모두 70억원으로 2Q26 영업이익률 2.0% 수준으로 가정하고, 2027년부터 목표 경로에 맞춰 완만하게 올렸다. 2027년 면세 순매출이 17% 늘어나는데도 영업이익률을 3%대로 둔 것은 DF2의 객당 임대료(5,394원)가 직전 사업자보다 40% 낮아도 DF5(1,109원)의 약 5배여서, DF2 비중이 커질수록 혼합 마진이 희석된다고 보기 때문이다. 면세 이익은 지누스 적자 축소와 함께 연결 이익 성장을 이끄는 축이 될 전망이다.

그림 81. 면세 3사 분기 영업이익률



주: 3Q26부터 당사 추정(점선)

자료: 각 사, 미래에셋증권 리서치센터 추정

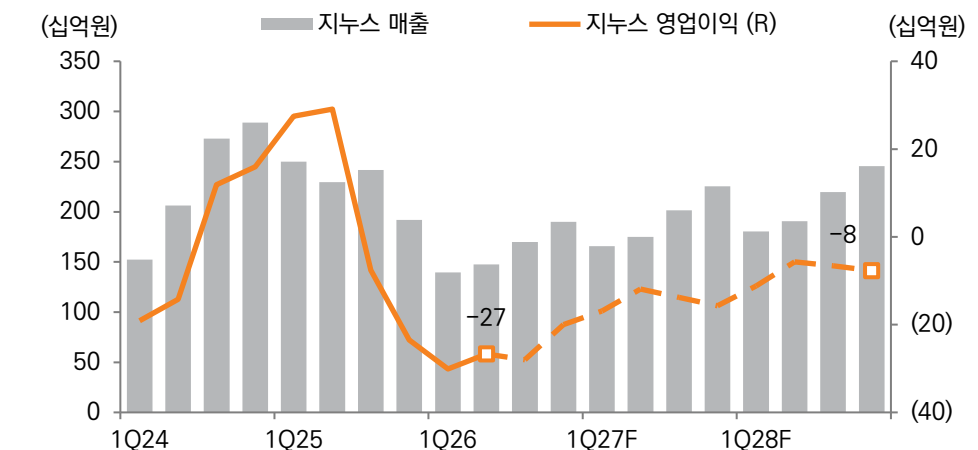
실적리뷰

2Q26 Review: 본업 두 축이 벌었는데 지누스가 다 삼켰다

2분기 연결 순매출은 1조 681억원(YoY -1.1%), 영업이익 793억원(YoY -8.7%)으로 시장 기대치를 8.2% 하회했다. 연결 기준 실적은 부진했으나 부문별 실적은 차별화됐다. 백화점은 순매출 6,438억원(+9.1%), 영업이익 1,101억원(+58.6%)으로 영업이익이 407억원 증가했고, 면세도 영업이익 62억원으로 전년 대비 75억원 개선됐다. 백화점과 면세사업에서 총 482억원의 영업이익이 개선됐으나, 지누스의 적자 전환(전년 동기 291억원 흑자 → 267억원 적자)이 이를 웃돌며 연결 영업이익은 76억원 감소했다.

지누스의 실질 수익성은 부진했다. 2분기 미국 상무부 관세 환급 141억원이 영업이익에 반영됐기 때문에 해당 환급 효과를 제외하면 실질 영업손실은 408억원에 달한다. 이는 1분기 실질 손실 301억원 대비 악화된 수준이다. 아마존 재고 소진을 위한 프라임데이 전후 프로모션 확대와 원가 부담으로 환입 효과를 제외한 원가율도 전분기 대비 6.4%p 상승했다. 매출은 4월을 저점으로 월별 회복세를 보이고 있으나 수익성 회복은 상대적으로 지연되고 있다.

그림 82. 지누스 분기 매출과 영업이익



주: 2Q26 영업이익에는 관세 환급 141억원 포함. 3Q26부터 당사 추정(점선)
 자료: 현대백화점, 미래에셋증권 리서치센터 추정

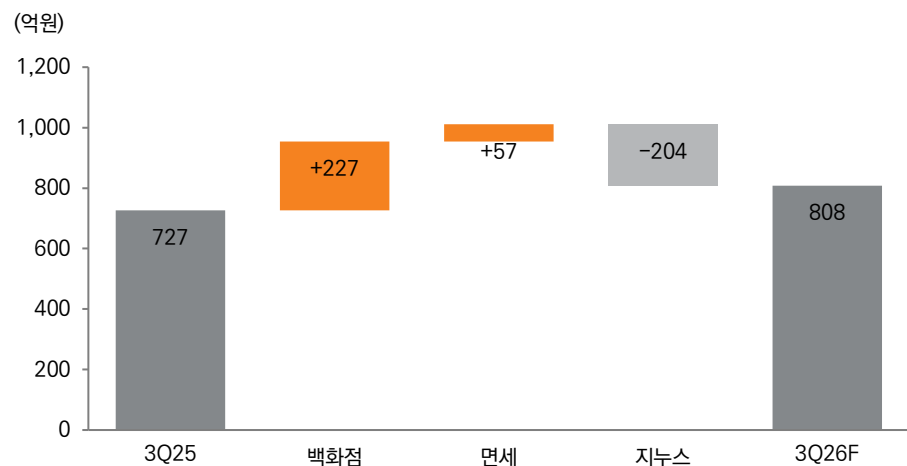
백화점 내에서도 카테고리별 성장률은 차별화됐다. 기존점 성장률은 관리매출 기준 17%로 견조했으며, 워치·주얼리 +48%, 명품 +25%가 성장을 견인했다. 반면 상대적으로 높은 마진을 확보할 수 있는 의류는 +7%에 그쳤다. 증시 호황에 따른 자산효과와 외국인 매출 증가가 외형 성장을 견인했으나, 저마진 카테고리의 높은 성장률로 인해 영업이익률은 17.1%로 시장 추정치 17.3%를 소폭 하회했다.

하반기 환경은 상반기 대비 우호적이지 않을 것으로 판단한다. 2분기까지의 소비심리 개선은 증시 호황에 따른 자산효과가 주요 배경이었으나, 8월 들어 증시 변동성이 확대되면서 소비심리 개선세가 둔화되고 있다. 이를 반영해 당사는 3분기 백화점 영업이익률을 18.0%, 4분기를 21.5%로 추정한다. 상반기 영업이익률 개선폭이 전년 대비 약 5%p였던 것과 비교하면 하반기 개선폭은 절반 이하로 둔화되는 경로다.

3Q26 프리뷰

7월 거래액은 전년 동기 거래액이 6% 증가한 높은 기저에도 10% 증가했으며, 외국인 매출은 86% 증가해 비중 9.0%를 기록했다. 회사는 3분기 거래액 10% 성장을 목표로 제시하고 있다. 당사는 3Q26 연결 순매출을 1조 1,100억원(+9.9%), 영업이익을 808억원(+11.1%)으로 추정한다. 백화점 1,120억원과 면세 70억원에서 지누스 손실 280억원과 지누스 인수 관련 PPA 상각비와 연결조정 103억원을 차감한 수준이다. 전년 대비로는 백화점 +227억원과 면세 +57억원이 지누스 손실 확대(-204억원)를 상쇄한다.

그림 83. 3Q26F 영업이익 전년 대비: 백화점이 지누스 적자 확대를 상쇄



주: 당사 추정. PPA 상각·연결조정(3Q26F -103억원)은 전년과 같은 수준이라 생략, 합계 차이는 반올림
 자료: 현대백화점, 미래에셋증권 리서치센터 추정

지누스에 대해서는 회사가 3분기 적자 축소와 4분기 손익분기를 제시하고 있으나, 유사한 실적 개선 계획이 관세에 따른 가격 저항으로 달성되지 못한 전례가 있다. 2Q26 영업손실 267억원에 관세 환급 141억원이 이미 반영돼 환급 효과를 제외한 실질 손실이 408억원으로 1분기 301억원보다 악화된 점도 감안했다. 하반기 반영되는 잔여 관세 환급 170억원은 영업이익에 직접 반영되는 요인이다. 9월 잔금을 받은 지누스 미국공장 매각 대금 1,353억원은 현금흐름과 재무구조를 지원한다.

기업 개요

동사는 백화점 13개점, 아울렛 7개점, 커넥트현대를 포함해 총 22개 점포를 운영하고 있으며, 매출 비중은 백화점 75%, 아울렛 25%다. 판교점이 거래액 2조원으로 1위 점포이며 본점·무역점·더현대 서울이 각각 1.3조원 수준으로 뒤따른다. 김포 프리미엄아울렛은 백화점급 매출 기준 최대 아울렛이다. 연결 자회사로 현대면세점(공항 3개 구역 및 시내 무역점)과 지누스(매트리스·가구, 2022년 인수)를 보유하고 있으며, 한무쇼핑은 무역점·목동점·김포점 등 주요 점포를 보유해 백화점부문 실적에 합산된다. 2026F 연결 순매출 4.35조원은 백화점 2.61조원, 면세 1.23조원, 지누스 0.65조원으로 구성된다. 2027년 더현대 부산, 2028년 경산 프리미엄아울렛, 2029년 더현대 광주 출점이 예정돼 있어 외형 기반은 확보돼 있으며, 지누스 손실 축소 속도가 연결 이익의 변수다.

주주환원 정책도 강화되고 있다. 배당은 2027년까지 연간 총액 500억원 이상을 지급할 계획이며, 중간배당도 도입했다. 자사주는 4.7% 전량을 올해 4월 말 소각 완료했으며, 추가 매입한 1.1%도 연내 소각할 예정이다. 지주사 현대GF홀딩스는 연결 편입 요건인 지분 40% 확보를 위해 현재 37%에서 지분을 확대하고 있으며, 연내 장내 매입을 진행할 계획이다. 이는 수급 측면에서 주가 하방을 지지하는 요인으로 작용할 수 있다.

리스크

지누스 정상화 지연. FY26 지누스 영업손실 1,048억원, FY27 584억원 가정은 회사 로드맵(3분기 적자 축소·4분기 손익분기)보다 보수적이지만, 관세 환급 시점과 아마존 프로모션 강도에 따라 추가로 악화될 수 있다. 지누스 손익은 비지배지분 배분을 통해 지배주주순이익의 방향까지 좌우한다. 지누스 손실이 2026년 수준(1,048억원)에 머물면 2028F 영업이익은 약 740억원(13%) 줄어든다.

소비심리 둔화. 상반기 백화점 매출 개선은 증시 자산효과가 배경이었다. 8월 이후 변동성 확대를 반영해 하반기 영업이익률 개선폭을 상반기의 절반 이하로 낮췄으나, 자산효과가 역전되면 추가 하향 요인이 된다.

상품 믹스 악화. 2Q26처럼 저마진 가전과 시계·주얼리의 성장률이 고마진 의류를 상회하는 구간이 이어지면 증분 매출의 이익 전환율이 낮아져 영업 레버리지가 희석된다.

신규 출점 투자 부담. 더현대 부산(약 9,000억원), 경산 아울렛(약 4,000억원), 더현대 광주(약 1조 5,000억원) 등 3년 연속 대형 투자가 이어지면서 감가상각비와 금융비용이 늘어날 수 있다.

면세 추정치 불확실성. DF2 온기 반영 효과와 공항 여객 회복 속도에 따라 면세 매출·이익 추정치 변동 폭이 크며, 4분기 손상차손의 반복 여부도 지배주주순이익의 변수다. DF2 일평균 14억원 가정은 3Q26 실적에서 온기 기준으로 처음 확인되는 만큼 불확실성이 남아있고, 시내 무역센터점 특허가 2028년 10월 만료돼 FY28 4분기에 갱신 이슈가 있다. 하반기 면세 영업이익률은 2Q26 수준(2.0%)으로 두었다.

현대백화점 (069960)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	2025	2026F	2027F	2028F
매출액	4,230	4,345	4,787	5,000
매출원가	1,680	1,604	1,796	1,876
매출총이익	2,550	2,741	2,991	3,124
판매비와관리비	2,172	2,352	2,504	2,565
조정영업이익	378	389	487	559
영업이익	378	389	487	559
비영업손익	-255	-51	-70	-64
금융손익	-43	-28	-35	-39
관계기업등 투자손익	5	3	0	0
세전계속사업손익	123	338	417	495
계속사업법인세비용	-18	90	100	119
계속사업이익	142	248	317	376
중단사업이익	0	0	0	0
당기순이익	142	248	317	376
지배주주	208	251	307	352
비지배주주	-66	-3	10	24
총포괄이익	154	296	317	376
지배주주	222	274	307	352
비지배주주	-68	22	10	24
EBITDA	812	827	932	1,011
FCF	407	129	-172	206
EBITDA 마진율 (%)	19.2	19.0	19.5	20.2
영업이익률 (%)	8.9	8.9	10.2	11.2
지배주주귀속 순이익률 (%)	4.9	5.8	6.4	7.0

예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	2025	2026F	2027F	2028F
유동자산	3,082	3,714	3,843	4,132
현금 및 현금성자산	280	299	327	535
매출채권 및 기타채권	885	1,034	1,095	1,144
재고자산	456	533	564	589
기타유동자산	1,461	1,848	1,857	1,864
비유동자산	8,168	8,614	9,294	9,643
관계기업투자등	88	103	109	114
유형자산	5,984	6,399	7,125	7,520
무형자산	962	925	861	801
자산총계	11,250	12,328	13,137	13,775
유동부채	3,734	4,533	4,682	4,801
매입채무 및 기타채무	791	924	978	1,022
단기금융부채	1,703	2,159	2,169	2,177
기타유동부채	1,241	1,449	1,535	1,603
비유동부채	1,205	1,318	1,720	1,921
장기금융부채	857	981	1,381	1,581
기타비유동부채	349	337	339	340
부채총계	4,939	5,851	6,402	6,723
지배주주지분	4,550	4,753	5,010	5,312
자본금	117	116	116	116
자본잉여금	612	564	564	564
이익잉여금	3,920	4,060	4,317	4,619
비지배주주지분	1,761	1,724	1,725	1,740
자본총계	6,311	6,477	6,735	7,052

예상 현금흐름표 (요약)

(십억원)	2025	2026F	2027F	2028F
영업활동으로 인한 현금흐름	986	802	803	861
당기순이익	142	248	317	376
비현금수익비용가감	724	553	577	607
유형자산감가상각비	368	370	381	393
무형자산상각비	65	68	64	59
기타	290	115	132	155
영업활동으로 인한 자산및부채의 변동	295	124	41	33
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	165	-73	-53	-43
재고자산 감소(증가)	160	-69	-31	-25
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	-26	60	7	6
법인세납부	-129	-89	-100	-119
투자활동으로 인한 현금흐름	-693	-1,140	-994	-670
유형자산처분(취득)	-566	-672	-975	-655
무형자산감소(증가)	-4	0	0	0
장단기금융자산의 감소(증가)	14	-30	-12	-10
기타투자활동	-136	-438	-6	-5
재무활동으로 인한 현금흐름	-138	352	219	17
장단기금융부채의 증가(감소)	118	581	410	208
자본의 증가(감소)	0	-49	0	0
배당금의 지급	-51	-55	-59	-59
기타재무활동	-205	-124	-132	-132
현금의 증가	154	19	28	208
기초현금	126	280	299	327
기말현금	280	299	327	535

자료: 현대백화점, 미래에셋증권 리서치센터

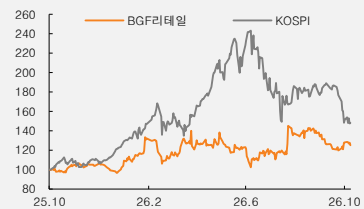
예상 주당가치 및 valuation (요약)

	2025	2026F	2027F	2028F
P/E (x)	9.7	6.6	5.3	4.6
P/CF (x)	2.3	2.1	1.8	1.6
P/B (x)	0.4	0.3	0.3	0.3
EV/EBITDA (x)	5.9	5.4	5.2	4.8
EPS (원)	9,177	11,449	14,233	16,321
CFPS (원)	38,227	36,567	41,460	45,596
BPS (원)	206,105	221,383	233,292	247,288
DPS (원)	2,150	2,350	2,350	2,350
배당성향 (%)	32.6	20.2	15.8	13.3
배당수익률 (%)	2.4	3.1	3.1	3.1
매출액증가율 (%)	1.0	2.7	10.2	4.4
EBITDA증가율 (%)	14.0	1.9	12.7	8.5
조정영업이익증가율 (%)	33.1	2.9	25.2	14.8
EPS증가율 (%)	흑전	24.8	24.3	14.7
매출채권 회전율 (회)	4.8	5.2	5.1	5.1
재고자산 회전율 (회)	7.9	8.8	8.7	8.7
매입채무 회전율 (회)	14.6	14.2	14.3	14.2
ROA (%)	1.3	2.1	2.5	2.8
ROE (%)	4.6	5.4	6.3	6.8
ROIC (%)	4.1	3.6	4.8	5.2
부채비율 (%)	78.3	90.3	95.1	95.3
유동비율 (%)	82.6	81.9	82.1	86.1
순차입금/자기자본 (%)	16.5	17.5	22.5	21.5
조정영업이익/금융비용 (x)	4.1	5.0	7.0	7.5

투자 의견(신규)	매수
목표주가(신규)	185,000원
현재주가(26/10/29)	127,800원
상승여력	44.8%

영업이익(26F, 십억원)	328
Consensus 영업이익(26F, 십억원)	303
EPS 성장률(26F, %)	23.0
MKT EPS 성장률(26F, %)	278.0
P/E(26F, x)	9.2
MKT P/E(26F, x)	5.4
KOSPI	5,937.66
시가총액(십억원)	2,209
발행주식수(백만주)	17
유동주식비율(%)	54.3
외국인 보유비중(%)	39.9
베타(12M) 일간수익률	-0.22
52주 최저가(원)	102,000
52주 최고가(원)	153,100

(%)	1M	6M	12M
절대주가	-3.6	-3.9	23.7
상대주가	11.5	8.3	-15.0



[유통]

김나미

nami.kim@miraeasset.com

BGF리테일

점포 격차 위에 상품 이익률이 붙는다

투자 의견 매수, 목표주가 185,000원으로 커버리지 개시

동사에 대해 매수 의견을 제시한다. 1) 업계가 부실 점포를 정리하는 동안 동사만 순증을 이어가 점포 격차를 벌였고 그 위에 소비 회복이 었으며, 2) 외국인 매출이 60% 늘며 동일점 성장의 20% 이상을 담당하며, 3) 담배 구성비 하락과 외국인 매출 확대로 믹스가 개선돼 2분기 GPM이 19.1%로 역대 최고를 기록했다. 목표주가는 2027E EPS(17,131원)에 2024년 12MF P/E 평균 10.8배를 적용하였다.

하위 사업자의 이탈이 상위 2사로 흐른다

편의점 점유율은 CU 35.2%, GS25 33.8%, 세븐일레븐 20.7%, 이마트24 10.3%다. 하위 2사가 4년 연속 적자로 상품 개발과 설비 투자 여력을 잃는 사이 동사만 2025년 이후 순증을 이어갔다. 같은 입지에서 브랜드만 CU로 바뀌어도 매출이 10% 오르는 만큼, 가맹계약 만료를 앞둔 점주의 이동 유인이 커진다. 출점의 질도 달라져 2분기 신규점 일매출이 기존점 대비 100.4%로 전년보다 6.6%p 올랐고, 본부임차형 개점 구성비는 5.9%p 낮아져 초기 투자 부담이 줄었다.

외국인이 객수와 마진을 함께 올린다

2분기 동일점 4.2% 가운데 객수가 3.0%로 성장을 주도했고, 외국인 매출이 60% 늘며 동일점 성장의 20% 이상(당사 추산 약 0.9%p)을 담당했다. 외국인은 담배 구성비가 10% 초반으로 내국인(약 37%)보다 크게 낮아 매출이 늘수록 상품 믹스가 자동으로 개선된다. 재무 기준 비중은 2.2%이나 객단가 7,000원의 저가 채널 특성상 현금 결제가 30%에 달해 실제 비중은 이를 웃돌며, 회사는 관광객과 거주 외국인을 나눈 투트랙 전략으로 저변을 넓히고 있다.

상품 이익률 개선이 구조로 굳는다

2분기 매출총이익률 19.1%는 상장 이후 최고이며 담배 구성비 1.2%p 하락과 식품·가공식품 확대가 이끌었다. 2분기가 3분기화되는 기상 패턴이 이어진다면, 고마진 음료·아이스크림이 팔리는 기간이 길어질 수 있다. 실제 2분기 차별화 상품 중 아이스크림은 30.6%, 음료는 13.6% 성장했다. 일시적 호조가 아니라 믹스 구조의 이동으로 판단하며, 저가 커피와 무인 편의점 등 경쟁 채널의 출점 정제도 이를 뒷받침한다. 당사 영업이익은 컨센서스를 2H26 기준 11%, 2027년 16% 상회한다.

결산기 (12월)	2024	2025	2026F	2027F	2028F
매출액 (십억원)	8,699	9,061	9,533	9,972	10,376
영업이익 (십억원)	252	254	328	394	438
영업이익률 (%)	2.9	2.8	3.4	3.9	4.2
순이익 (십억원)	195	195	240	296	330
EPS (원)	11,295	11,297	13,897	17,131	19,065
ROE (%)	17.3	15.6	17.2	18.6	18.0
P/E (배)	9.1	9.3	9.2	7.5	6.7
P/B (배)	1.5	1.4	1.5	1.3	1.1
배당수익률 (%)	4.0	3.9	3.2	3.2	3.2

주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익

자료: BGF리테일, 미래에셋증권 리서치센터

Valuation

목표주가 185,000원은 2027E EPS(17,131원)에 2024년 12MF P/E 평균 10.8배를 적용하였다. 편의점 업태가 성장하던 2024년의 평가 수준으로, 점포당 생산성과 상품 믹스 개선에 따른 이익 회복을 반영한 배수다. 업태가 정체한 2025년의 배수(8.8배)는 쓰지 않았다. 10.8배는 글로벌 편의점 피어 평균 14.6배(Seven & I 17.5배, CP All 11.8배)보다 약 26% 낮다.

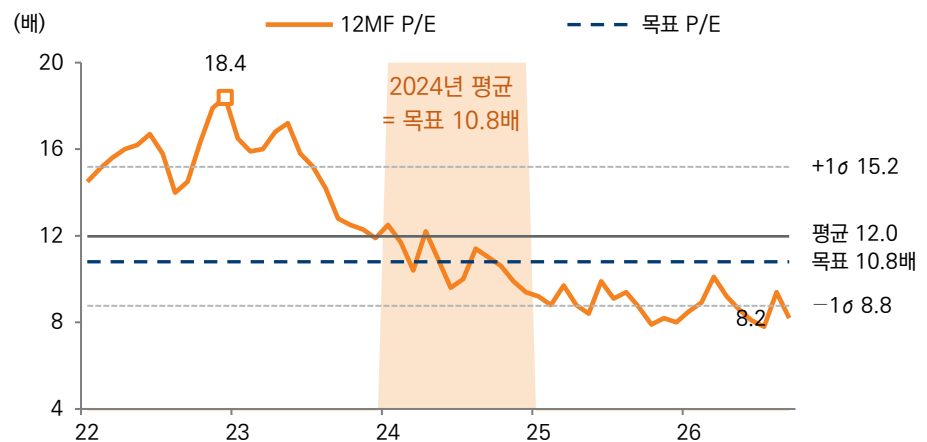
피어 대비 낮은 배수의 근거는 국내 편의점 시장이 점포 수 기준 성숙 단계에 진입해 글로벌 피어 대비 외형 성장 여력이 제한적이라는 점이다. 동사는 해외 855점을 운영하나 로열티 수입이 매출총이익률 구성비를 0.1%p도 바꾸지 못하는 규모여서 실질적으로 국내 단일 시장에 노출돼 있다. 소매산업 내 편의점 채널의 점유율도 6.1% 안팎에서 정체돼 채널 자체의 파이가 커지는 국면은 아니다.

표 40. Valuation Table

항목	값	비고
2026E 지배순이익 (억원)	2,402	당사 추정
2026E EPS (원)	13,897	발행주식수 17,284천주
2027E EPS (원)	17,131	
현재주가 (원)	127,700	2026.10.26 종가
현재 P/E (배)	7.5	2027E EPS 기준(2026E EPS 기준 9.2배)
목표 P/E (배)	10.8	2024년 12MF P/E 평균. 업태가 정체한 2025년(8.8배) 제외
목표주가 (원)	185,000	2027E EPS × 목표 P/E
상승여력 (%)	44.9	

자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 84. BGF리테일 12MF P/E와 목표 P/E 10.8배



주: 월말 시가총액을 해당 분기부터 4개 분기 지배순이익 합계로 나누어 산출. 보고서 작성 시점에 확인된 실적과 당사 전망으로 과거 배수를 재구성한 값으로, 당시 컨센서스 기준 선행 P/E와 다름. 음영은 2024년. 평균·±1σ는 2022.1~2026.9 기준
 자료: BGF리테일, KRX, 미래에셋증권 리서치센터 추정

표 41. BGF리테일 글로벌 Peer 밸류에이션 (조원, 배, %)

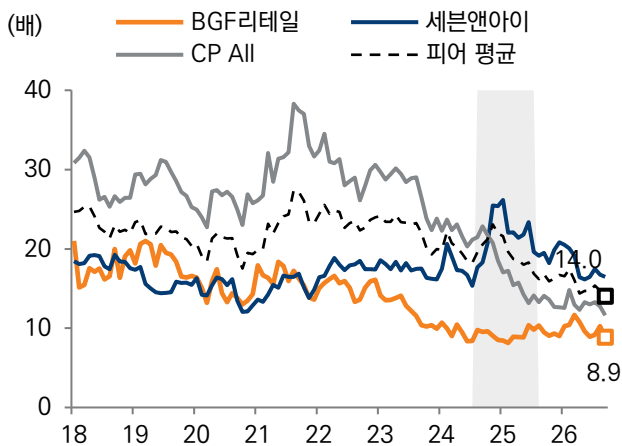
기업명	국가	시가총액	매출액		영업이익		P/E		P/B		EV/EBITDA		주가수익률	
			26F	27F	26F	27F	26F	27F	26F	27F	26F	27F	1M	YTD
BGF리테일	한국	2.2	9.5	9.9	0.31	0.34	9.6	8.5	1.5	1.3	3.6	3.2	-3.9	21.5
세븐앤아이	일본	41.7	89.0	87.7	3.63	3.63	17.3	17.5	1.4	1.3	7.5	7.4	6.5	-5.1
CP All	태국	15.4	40.9	42.7	2.23	2.35	12.9	11.8	2.6	2.3	10.1	9.4	0.0	1.1
쿠시타르	캐나다	71.8	116.7	115.6	5.91	6.40	18.2	16.5	3.0	2.9	9.5	8.7	5.4	10.3
케이스스	미국	34.5	27.8	27.8	1.51	1.64	33.1	30.2	5.9	5.2	17.1	15.7	17.6	27.4

주: 2026.10.26 종가, 블룸버그 컨센서스 기준(동사 포함). 26F·27F = 1FY·2FY로 일본 3월 결산사는 회계연도 기준. 시가총액·매출액·영업이익은 원화 환산
자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

다만 업태가 정체한 2025년의 배수(8.8배)가 아니라 2024년 평균을 적용한 이유는 채널의 정체가 곧 동사의 정체를 뜻하지 않기 때문이다. 편의점 시장에서 CU는 35.2%로 1위이고 GS25 33.8%, 세븐일레븐 20.7%, 이마트24 10.3%가 뒤를 잇는다. 하위 2개 사업자가 4년 연속 적자를 이어가며 상품 개발과 하드웨어 투자 여력을 잃고 있다. 동사 집계에 따르면 CU로 브랜드를 전환한 점포의 매출은 전환 전보다 10% 증가했다. 가맹계약 만료를 앞둔 점주에게 상위 사업자로 이동할 유인이 커지는 구조이며, 실제로 2025년 이후 순증을 이어간 곳은 동사뿐이다. 채널 파이가 정체해도 그 안에서 동사의 점유율은 확대된다.

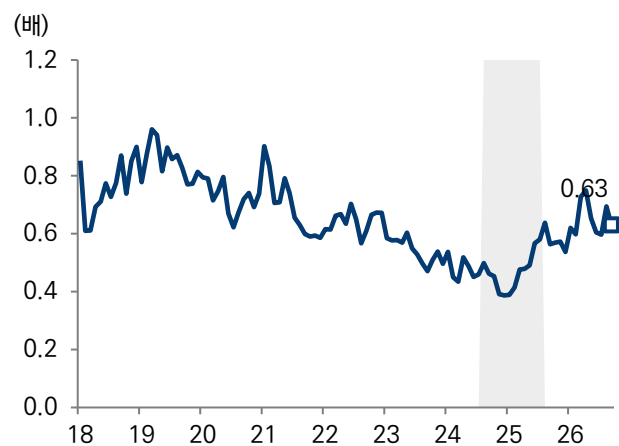
밸류에이션도 이를 충분히 반영하지 못하고 있다. 2026년 예상 P/E는 9.2배로 ROE 17.2% 대비 낮다. 피어 평균 ROE 14.4%를 웃돌지만 P/E는 피어 평균의 약 3분의 2 수준이다. 재상장 이후 컨센서스 기준 평균 13.8배와 비교해도 하단에 위치하며, 업태가 정체한 2025년 평균(8.8배)에서 회복되는 초입이다.

그림 85. BGF리테일 vs 해외 편의점 피어 12MF P/E



주: 피어 평균 = 세븐앤아이·CP All 단순평균. 음영은 세븐앤아이 인수 제안 기간
자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

그림 86. BGF리테일 피어 대비 상대 P/E



주: BGF 12MF P/E ÷ 피어 평균. 음영은 세븐앤아이 인수 제안 기간으로, 피어 평균이 일시적으로 높아져 상대 P/E가 낮게 나옴
자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

실적 전망

연결 매출은 2025년 9조 612억원에서 2026년 9조 5,334억원(+5.2%), 2027년 9조 9,719억원(+4.6%), 2028년 10조 3,756억원(+4.0%)으로 전망한다. 점포 수 증가율이 과거 대비 낮아진 만큼 외형 성장은 점포당 매출 증가가 이끈다.

영업이익은 2,539억원에서 3,277억원(+29.0%), 3,936억원(+20.1%), 4,376억원(+11.2%)으로 전망하며 영업이익률은 2.8%에서 4.2%까지 확장된다. 2025~2028년 영업이익률 개선 약 1.4%p는 매출총이익률 상승 약 0.6%p(2025년 18.6%→2026년 18.9%→2028년 19.2%)와 판관비율 하락 약 0.9%p(15.8%→15.5%→15.0%)가 함께 만든다. 2분기에 확인된 담배 구성비 하락과 고마진 카테고리 성장 등 상품 구성 변화가 이어진다는 가정이며, 감가상각비는 본부임차형 개점 구성비 축소로 1H26과 같이 전년 동기 수준을 유지하는 것으로 봤다(2H26 0%, 2027년 +1%, 2028년 +2%). 당사 영업이익이 컨센서스를 2026년 7%, 2027년 16% 상회하는 것은 이 두 가정에서 나온다. 분기별로는 3분기가 가장 높고(19.3%) 4분기가 계절적으로 낮아지는(18.8%) 패턴을 반영했다.

지배순이익은 2,402억원, 2,961억원, 3,295억원으로 전망한다. EPS는 2026F 13,897원에서 2028F 19,065원으로 늘어난다.

표 42. BGF리테일 연간 실적 전망 (십억원)

(십억원)	2025	2026F	2027F	2028F
순매출액	9,061	9,533	9,972	10,376
식품	1,214	1,308	1,395	1,480
가공식품	3,890	4,128	4,361	4,581
담배	3,297	3,388	3,477	3,546
비식품	456	484	506	529
기타(자회사·연결조정)	203	226	232	239
매출원가	7,374	7,728	8,067	8,384
판매관리비	1,433	1,477	1,511	1,554
영업이익	254	328	394	438
영업이익률 (%)	2.8	3.4	3.9	4.2
세전이익	247	316	390	434
지배주주순이익	195	240	296	330
EPS (원)	11,303	13,897	17,131	19,065

주: 2025년 EPS는 공시 기본주당이익, 2026F 이후는 발행주식수(자기주식 포함) 기준.

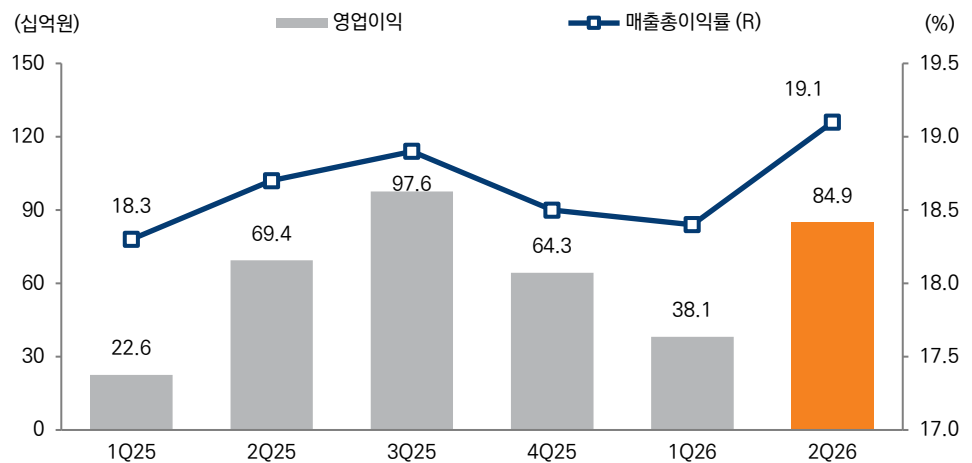
자료: BGF리테일, 미래에셋증권 리서치센터

표 43. BGF리테일 분기 및 연간 실적 전망 (십억원)

(십억원)	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26	3Q26F	4Q26F	2024	2025	2026F	2027F
매출액	2,016	2,290	2,462	2,292	2,120	2,427	2,561	2,426	8,699	9,061	9,533	9,972
식품	271	302	325	317	295	327	344	342	1,139	1,214	1,308	1,395
가공식품	849	994	1,068	979	895	1,064	1,122	1,047	3,801	3,890	4,128	4,361
담배	755	830	893	820	763	864	911	851	3,184	3,297	3,388	3,477
비식품	101	112	120	124	109	119	125	131	467	456	484	506
기타	41	52	56	54	59	53	58	55	107	203	226	232
매출원가	1,647	1,861	1,998	1,868	1,729	1,963	2,067	1,970	7,073	7,374	7,728	8,067
판매관리비	347	360	367	360	353	379	375	370	1,374	1,433	1,477	1,511
영업이익	23	69	98	64	38	85	119	86	252	254	328	394
영업이익률 (%)	1.1	3.0	4.0	2.8	1.8	3.5	4.6	3.5	2.9	2.8	3.4	3.9
세전이익	17	67	99	64	38	75	118	85	245	247	316	390
지배주주순이익	13	53	79	50	29	57	89	65	195	195	240	296

자료: BGF리테일, 미래에셋증권 리서치센터

그림 87. BGF리테일 분기 영업이익과 매출총이익률



주: 2025년 분기 매출총이익률은 IBK투자증권(2026.5.8) 표 인용

자료: BGF리테일, IBK투자증권, 미래에셋증권 리서치센터

투자포인트

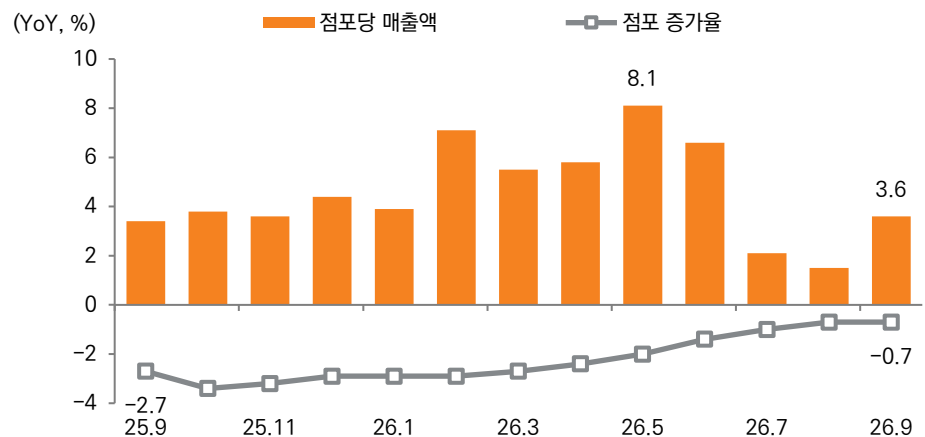
투자포인트 1. 질적 구조조정이 끝나고 양적 성장이 붙는다

지난 2년은 편의점 업계가 점포를 줄이던 시기였다. 2025년까지 GS25와 세븐일레븐, 이마트24가 모두 순감했고 그 사이 동사만 순증을 이어갔다. 최근에는 부진점 정리가 일단락 되면서 업계의 순감도 멈췄지만, 동사는 출점 기준을 과거보다 엄격하게 적용하는 기조를 유지하고 있다.

점포 구조조정이 진행되는 동안 점유율 격차도 확대됐다. 산업통상자원부 자료 기준 회사 추정으로 CU가 35.2%, GS25가 33.8%, 세븐일레븐이 20.7%, 이마트24가 10.3%다. 상위 2사가 69%를 차지하는데, 동사는 이 재편이 더 가속될 것으로 본다. 하위 2개 사업자가 4년 연속 적자를 내면서 투자 여력이 약화됐고, 그것이 상품 개발과 하드웨어 투자의 제약으로 이어져 경쟁력 격차를 벌린다는 논리다.

브랜드 전환 효과에서도 격차가 확인된다. 동일한 입지에서 하위 사업자 브랜드를 CU로 전환하면 브랜드 변경만으로 매출이 10% 성장한다. 가맹계약이 만료되는 점주 입장에서는 기존 브랜드를 유지할지 상위 사업자로 옮길지 선택하게 되는데, 경쟁력과 수익성 격차가 이미 벌어진 상황에서는 상위 2사로 이동할 유인이 강해진다.

그림 88. 편의점 점포는 줄고 점포당 매출은 늘었다



주: 편의점 4사 합계. 2026년 9월 점포 수 53,348개
자료: 산업통상부, 미래에셋증권 리서치센터

출점의 질도 개선되고 있다. 2분기 신규점의 일매출은 기존점 대비 100.4%로 전년보다 6.6%p 올랐고, 3분기 신규점은 전년 신규점의 112.8% 수준이다. 면적당 수익이 높은 중대형 점포 구성비도 2.1%p 상승한 23%다. 신규점이 기존점에 가까운 매출을 확보하기 시작했다라는 의미다. 점포 수 증가가 과거보다 제한적인 상황에서도 신규 출점의 생산성이 높아지면 점포 증가 자체가 이익에 기여할 수 있다.

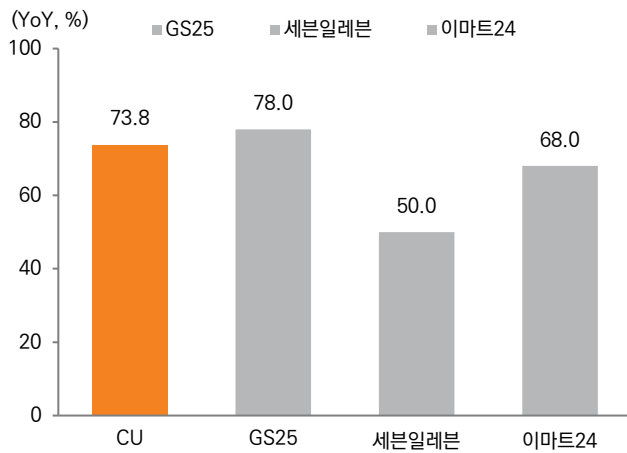
다만 과거와 같은 외형 성장률을 기대하기는 어렵다. 점포 수가 1만 2~3천개이던 시기의 4~5% 성장은 1만 8천개에 이른 현재 구조에서는 재현되기 어렵다. 따라서 향후 성장의 무게중심은 점포 수 증가보다 점포당 매출과 기존점 생산성으로 이동한다.

투자포인트 2. 외국인이 객수를 채우고 마진까지 올린다

2분기 동일점 성장률 4.2%는 성장의 구성도 양호했다. 객수가 3.0%, 객단가가 1.2% 증가해 객수가 성장을 주도했다. 외국인 매출은 60% 증가하며 동일점 성장 4.2% 가운데 20% 이상(당사 추산 약 0.9%p)을 기여했다.

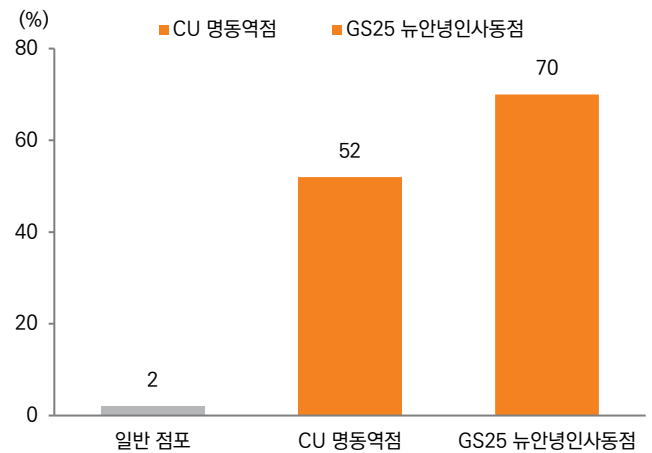
편의점이 인바운드 수혜 채널이 된 배경은 관광 패턴의 변화다. 단체 중심의 소비형 여행에서 개별 중심의 경험형 여행으로 바뀌면서 이동 중 접근성이 높은 편의점의 이용 빈도가 높아졌고, 유튜브와 틱톡의 편의점 조합 챌린지도 구매를 유도하고 있다. 올해는 여행 수요가 지방으로 확산되며 전국 1만 8천 점 망을 가진 동사의 접근성이 강점으로 작용했다. 성장률로는 부산·제주·인천이 앞서고 절대 매출은 여전히 수도권 비중이 높다.

그림 89. 1~5월 편의점 외국인 결제액 증가율



주: 2026년 1~5월, 전년 동기 대비
자료: 서울경제, 미래에셋증권 리서치센터

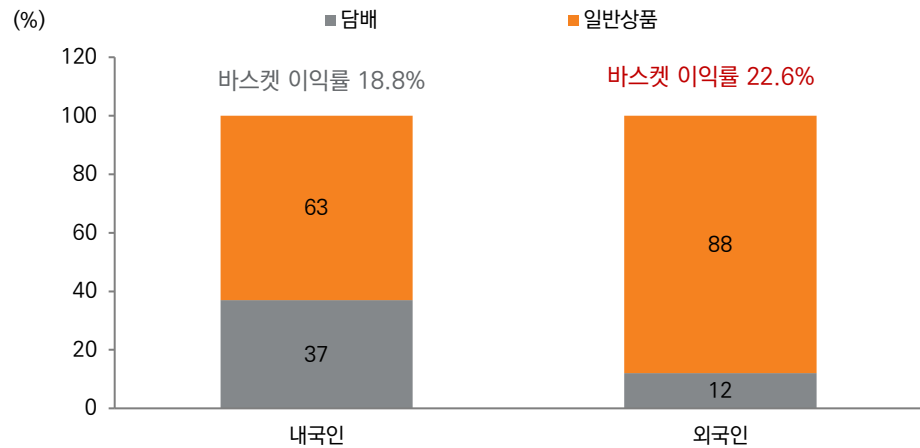
그림 90. 관광 상권 점포는 외국인 매출이 절반을 넘는다



주: 외국인 매출 비중. 일반 점포는 2% 수준
자료: 데일리안, 미래에셋증권 리서치센터

외국인 수요의 이익 기여는 수익성 측면에서도 두드러진다. 외국인 구매에서 담배가 차지하는 비중은 10% 초반으로 내국인의 약 37%보다 크게 낮고 나머지는 전부 일반상품이다. 담배는 매출 비중에 비해 마진이 얇은 카테고리라, 외국인 매출이 늘수록 상품 믹스가 자동으로 개선된다. 현재 재무 기준 외국인 매출 비중은 2.2%다. 인천공항 점포는 외국인 비중이 90%, 명동·성수·홍대 등 관광 상권 점포는 50%를 넘는다.

그림 91. 외국인 바스켓은 담배가 적어 이익률이 약 4%p 높다



주: 담배 비중은 언론 보도, 바스켓 이익률은 담배 9%, 일반상품 24.5% 가정한 당사 추정
 자료: 서울경제, 미래에셋증권 리서치센터 추정

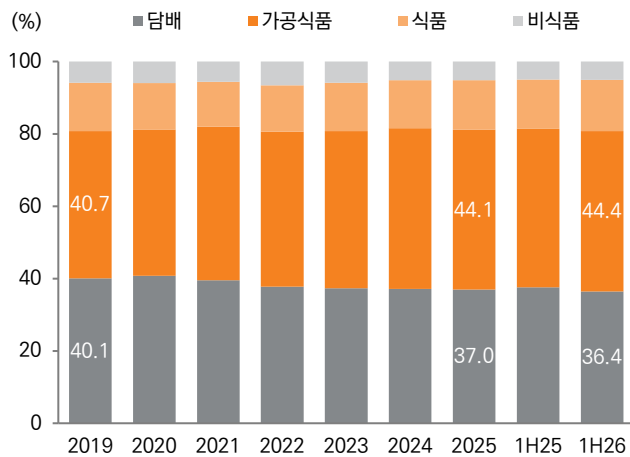
외국인 매출 비중은 실제보다 낮게 집계될 가능성도 있다. 회사는 외국 국적 카드와 위챗·알리페이 등 해외 간편결제, 외국인 선불카드를 기준으로 외국인 매출을 집계한다. 현금 결제는 집계에서 제외되는데, 편의점 객단가가 약 7,000원으로 유통 업체 중 가장 낮아 현금 결제 비중도 상대적으로 높다. 현장 확인 기준 외국인의 현금 결제 비율은 약 30%로, 재무 기준 2.2%라는 수치는 실제 외국인 매출 비중을 과소 반영할 가능성이 있다. 다만 외국인 매출 비중이 단기간에 크게 높아질지는 방한객 수에 좌우된다. 회사가 중기 목표로 언급한 4% 돌파 시점 역시 관광객 유입 속도에 영향을 받는다. 그럼에도 방한객 전망과 실제 외국인 매출 증가 추세를 감안하면 외국인 매출 비중과 이익 기여도가 확대되는 방향은 유효하다.

동사는 관광객과 거주 외국인을 나눈 투트랙 전략을 제시했다. 관광객에는 국가별 구매 트렌드를 분석해 점포별 상품 구성을 차별화하고, 거주 외국인에는 해외 식재료 운영점을 상반기 553점에서 하반기 1,000점까지 확대한다. 관광객의 단기 트래픽뿐 아니라 거주 외국인의 반복 구매까지 확보해 외국인 매출 기반을 넓히는 전략이다.

투자포인트 3. 상품 이익률이 오른다

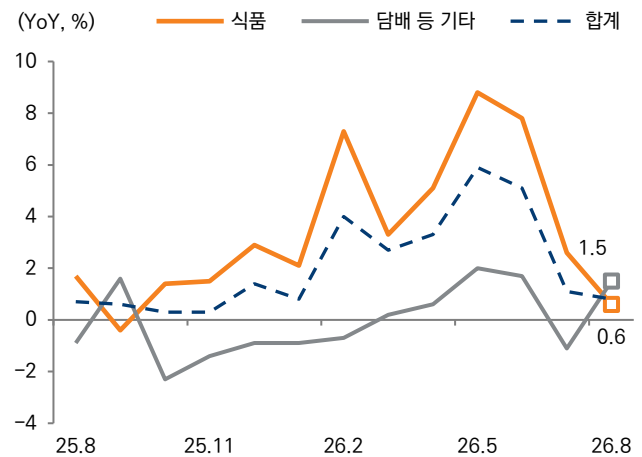
2분기 매출총이익률 19.1%는 상장 이후 최고 수준이며 전년 대비 0.4%p 상승했다. 개선의 절반은 상품 이익률(+0.2%p)에서 발생했다. 담배 구성비가 1.2%p 내려가고 식품과 가공식품이 각각 0.4%p, 0.9%p 오르며 믹스가 개선됐고, 고마진 상품인 음료와 아이스크림이 고성장했다. 나머지는 직영점 매출 구성비 개선과 기타매출 증가가 기여했다. 평균 가맹수수료율은 35.1%로 전년과 같다.

그림 92. BGF리테일 상품 매출 구성비



주: 편의점 사업 상품 매출 기준
자료: BGF리테일, 미래에셋증권 리서치센터

그림 93. 편의점 매출 증가는 식품이 이끈다

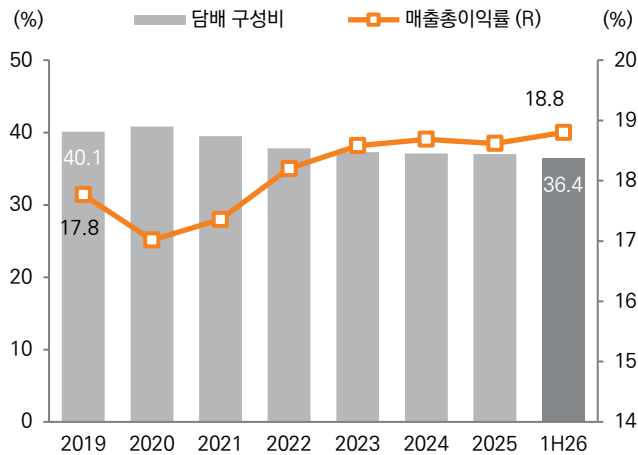


주: 편의점 4사(GS25·CU·세븐일레븐·이마트24) 합계
자료: 산업통상부, 미래에셋증권 리서치센터

이러한 이익률 개선은 일시적 호조가 아니라 믹스 구조의 이동으로 판단한다. 첫째 근거는 담배 구성비의 하락이다. 2분기 담배 구성비가 1.2%p 낮아졌고, 7월에도 담배가 역성장하는 가운데 일반상품은 성장을 이어갔다. 담배 구성비가 10% 초반인 외국인 매출이 늘수록 이 흐름은 강해진다. 둘째 근거는 기상 패턴이다. 과거에는 2분기와 3분기의 기상 차이가 뚜렷했지만, 최근에는 3분기와 유사한 날씨가 2분기로 앞당겨져 길게 이어지면서 고마진 음료와 아이스크림의 판매 기간이 길어지고 있다. 실제로 2분기 차별화 상품 성장률은 아이스크림 30.6%, 음료 13.6%를 기록했다. 날씨 변화에 따른 카테고리 믹스 개선이 우선적으로 발생하고, 그 위에 차별화 상품 전략이 추가되는 형태다.

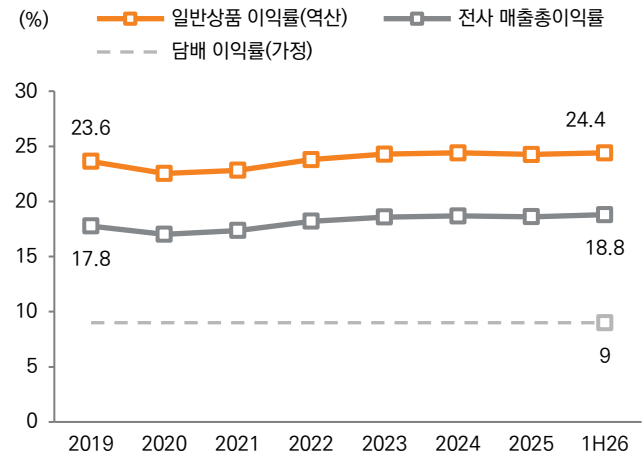
경쟁 채널의 성장 정체도 상품 이익률 개선에 우호적이다. 저가 커피 전문점, 무인 편의점, 아이스크림 전문점 등 주요 경쟁 채널이 출점을 통한 외형 확대에서 정체 국면에 진입한 것으로 판단된다. 편의점이 가격과 접근성을 동시에 갖춘 만큼 경쟁 채널로의 트래픽 이탈이 과거보다 제한적이라는 의미다.

그림 94. BGF리테일: 담배 비중이 내려갈수록 매출총이익률 상승



주: 구성비는 편의점 사업, 매출총이익률은 연결 기준
 자료: BGF리테일, 미래에셋증권 리서치센터

그림 95. 일반상품 이익률(역산) 24%대 vs 담배 9%



주: 일반상품 = (GPM - 담배 구성비×9%) ÷ (1 - 담배 구성비). 담배 9%는 소매마진가정
 자료: BGF리테일, 미래에셋증권 리서치센터 추정

표 44. 편의점 상품군별 마진(점포 판매가 기준)

항목	수치
담배 소매 마진	약 9% (4,500원 한 갑에 약 405원)
담배 가격 중 세금	약 74% (약 3,318원)
결련형 전자담배 스틱 신제품	8.6%대 (기준 9%)
식품류 평균	20~30%
과자·라면·주류	20~30%대
도시락·과자·음료	30~40%
납품단가 기준 편의점 마진율	평균 43.2% (대형마트 20.4%, 백화점 22.8%)
일반상품 이익률 (당사 역산)	24~25% (연결 매출총이익 기준)

주: 담배 외 수치는 기사에 나온 범위로 점포 판매가 기준. 회사 매출총이익률과 기준이 다르다
 자료: 중소기업중앙회, 미래에셋증권 리서치센터

비용 측면에서도 동일한 방향이 확인된다. 판관비율은 2Q25 15.7%에서 2Q26 15.6%로 낮아졌고, 연간으로도 2025년 15.8%에서 2026년 15.5%로 하락할 전망이다. 매출총이익률이 상장 후 최고를 기록하는 동안 판관비율이 함께 내려간 것은, 상품 믹스 개선으로 매출총이익률이 상승하는 가운데 판관비 증가율이 매출 증가율을 하회하면서 매출총이익의 증가가 영업이익으로 이어지고 있음을 보여준다. 점포당 매출이 늘어도 본부 고정비가 같은 속도로 늘지 않는 편의점 구조에서는 매출총이익률과 판관비율의 동반 개선이 영업이익률 상승으로 연결된다.

당사는 영업이익률이 2025년 2.8%에서 2026년 3.4%, 2027년 3.9%, 2028년 4.2%로 확장될 것으로 전망한다. 외형 성장률 자체는 과거보다 낮아지지만, 점포당 생산성 개선과 상품 믹스 개선이 동시에 진행되면서 매출보다 이익의 증가 속도가 빨라지는 구간에 진입할 것으로 본다.

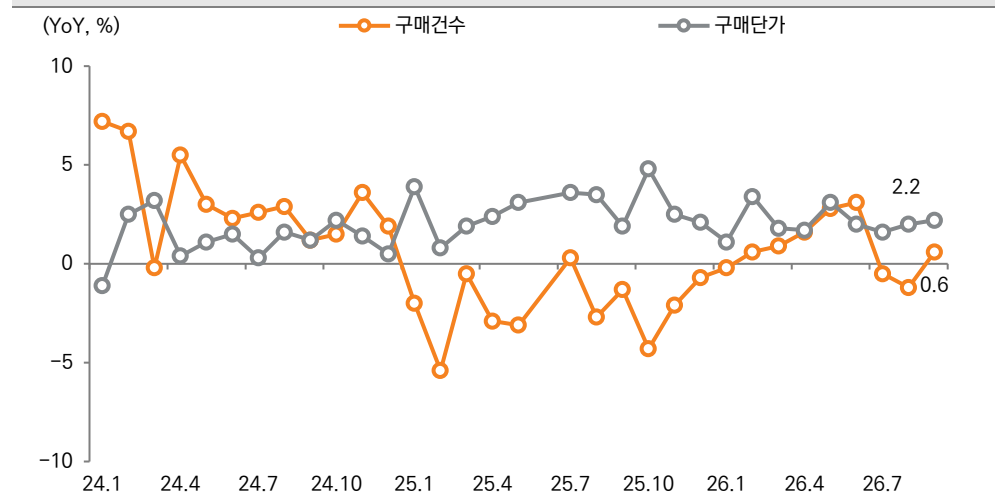
실적리뷰

2Q26 Review: 일회성 비용을 안고도 역대 2분기 최대

2분기 연결 매출은 2조 4,268억원(YoY +6.0%), 영업이익 849억원(YoY +22.3%)으로 시장 기대를 상회했다. 당기순이익은 568억원(+7.6%)이다. 화물연대 파업 관련 일회성 비용이 영업이익과 영업외비용에 나뉘어 반영됐음에도 역대 2분기 최대 영업이익을 냈다.

동일점 성장률은 4.2%로 객수 3.0%, 객단가 1.2%가 각각 증가했다. 월별로는 4월 2.9%, 5월 5.2%, 6월 4.2%였으며, 상품별로는 일반상품이 5.3%, 담배가 2.3% 성장했다. 우호적인 기상 환경과 고유가 피해지원금, 소비심리 회복에 인바운드 수요가 지방 상권까지 확산된 효과가 더해졌다. 다만 고유가 피해지원금의 기여도는 분기 기준 0.3~0.4%p로 추정된다.

그림 96. 편의점 구매건수 vs 구매단가



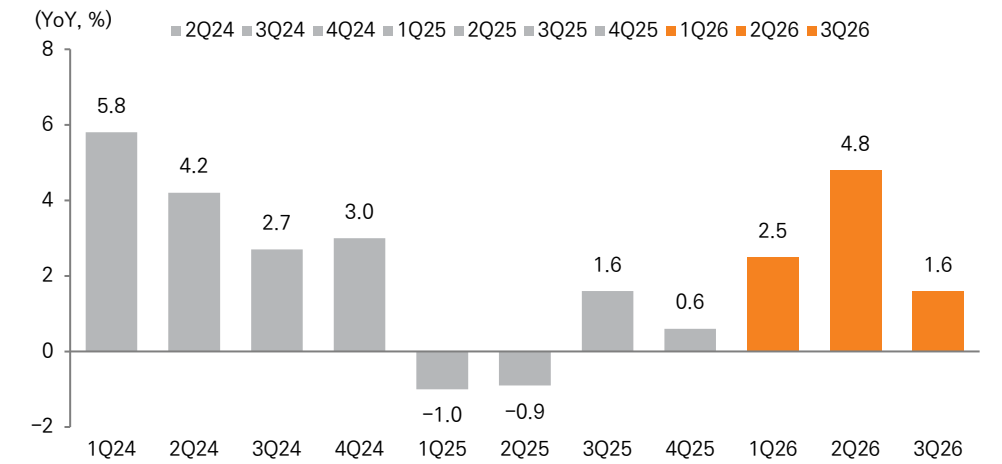
주: 2025년 6월은 자료 미확보로 앞뒤 연결
자료: 산업통상부, 미래에셋증권 리서치센터

일회성 비용은 2분기에 100% 반영됐다. 대체 물류비와 물류센터 폐기손실은 영업이익에, 점주 지원비용은 영업외비용에 들어갔으며 영업단 비용의 금액이 더 컸다. 종속회사 영업이익 합계가 48억원으로 전년 대비 55억원 줄어든 것도 BGF로지스의 일회성 비용(영업손실 6억원, 전년 대비 -64억원) 때문이다. 협상 과정에서 인상한 물류 운송료 7%는 분기 10억원 내외로 영향이 제한적이며, 계약이 순차 갱신되며 수수료에 반영돼 해소된다.

3Q26 프리뷰

7월 동일점 매출은 전년 동월과 유사한 수준이다. 지난해 7월 소비쿠폰 효과로 동일점 매출이 2.6% 증가했던 데 따른 기저 부담이다. 일반상품은 성장을 이어가는 반면 담배가 역성장해 상품 믹스 개선에 따른 이익 증가는 이어질 것으로 판단한다. 소비쿠폰 효과는 8월 초 소멸하고, 9월은 추석 시점이 앞당겨지면서 기저효과가 발생했다. 당사는 3분기 성장도 현재 흐름을 이어갈 것으로 보고 있다. 당사는 3Q26 매출 2조 5,607억원(+4.0%), 영업 이익 1,188억원(+21.6%)을 추정하며 매출총이익률 19.3%와 일회성 비용 소멸을 반영했다. 7~8월 업태 둔화와 3분기 높은 기저를 감안해 매출 증가율을 낮췄고, 확인되지 않은 회복을 미리 가정하지 않아 낮아진 매출 기저를 2027년까지 유지했다. 9월 업태 매출은 연휴 간편식 수요(가공식품 +5.9%)로 2.9% 늘어 7~8월(1.1%, 0.8%) 둔화에서 회복했지만, 추석 이동 효과가 섞여 있어 추정치에는 반영하지 않았다.

그림 97. 편의점 분기 매출 증감률



주: 편의점 4사 합계

자료: 산업통상부, 미래에셋증권 리서치센터

기업 개요

동사는 편의점 CU를 운영하는 국내 1위 사업자로, 2Q26 말 국내 점포 수는 18,807개, 점유율은 35.2%(GS25 33.8%, 세븐일레븐 20.7%, 이마트24 10.3%, 회사 추정)다. 1990년 훼미리마트 1호점으로 사업을 시작해 2012년 일본 라이선스를 종료하고 독자 브랜드 CU로 전환했으며, 2014년 상장 후 2017년 투자회사 BGF와 사업회사로 분할됐다. 점포 대부분이 가맹점으로, 본부는 가맹점에 상품을 공급해 매출을 인식하고 점포 매출총이익의 일부(평균 가맹수수료율 35.1%)를 수취한다. 2025년 상품 매출은 가공식품 44%, 담배 37%, 식품(간편식·신선) 14%, 비식품 5%로 구성되며, 마진이 얇은 담배 비중이 낮아지고 간편식·음료 등 고마진 상품이 늘수록 매출총이익률이 오른다. 하위 사업자의 적자가 이어지는 가운데 동사만 점포 순증을 지속하며 점유율을 넓히고 있다. 외국인 매출(재무 기준 2.2%)과 몽골·말레이시아 등 해외 855점의 로열티는 아직 규모가 작지만 추가 성장 여지로 남아 있다.

리스크

날씨 의존. 2분기 실적 개선에서 기상 환경의 기여가 컸다는 것을 회사도 인정한다. 지나치게 덥거나 추우면 야외 활동이 줄어 객수에 부정적이며, 회사는 그 경우 상품 구성비 개선이 매출 감소를 상쇄할 것으로 보나 검증되지 않았다.

담배 역성장. 7월 담배가 역성장하며 전체 동일점 매출이 전년 동월 수준에 머물렀다. 담배는 이익률이 낮아 이익 기여는 작지만 매출 비중이 커서 외형 성장률을 누른다.

외국인 수요의 변동성. 매출 비중이 재무 기준 2.2%(현금 결제 포함 3% 안팎)라 절대 기여는 제한적이며, 방한객 추이와 환율에 노출돼 있다.

해외 사업의 실적 기여. 몽골 603점, 말레이시아 184점, 카자흐스탄 65점, 하와이 3점으로 855점을 운영하나 로열티 수입이 매출총이익률 구성비를 0.1%p 바꿀 규모에는 못 미친다. 2028년 5개국 1,000점 목표는 조기 달성 가능성이 있으나 손익 기여는 아직 제한적이다.

BGF리테일 (282330)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	2025	2026F	2027F	2028F
매출액	9,061	9,533	9,972	10,376
매출원가	7,374	7,728	8,067	8,384
매출총이익	1,687	1,805	1,905	1,992
판매비와관리비	1,433	1,477	1,511	1,554
조정영업이익	254	328	394	438
영업이익	254	328	394	438
비영업손익	-7	-12	-4	-4
금융손익	-19	8	-12	-12
관계기업등 투자손익	1	0	0	0
세전계속사업손익	247	316	390	434
계속사업법인세비용	52	76	94	104
계속사업이익	195	240	296	330
중단사업이익	0	0	0	0
당기순이익	195	240	296	330
지배주주	195	240	296	330
비지배주주	0	0	0	0
총포괄이익	200	235	296	330
지배주주	200	235	296	330
비지배주주	0	0	0	0
EBITDA	789	862	932	985
FCF	529	530	602	643
EBITDA 마진율 (%)	8.7	9.0	9.3	9.5
영업이익률 (%)	2.8	3.4	3.9	4.2
지배주주귀속 순이익률 (%)	2.2	2.5	3.0	3.2

예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	2025	2026F	2027F	2028F
유동자산	1,180	1,345	1,564	1,822
현금 및 현금성자산	414	467	650	875
매출채권 및 기타채권	278	285	298	310
재고자산	216	228	239	248
기타유동자산	273	365	377	389
비유동자산	2,376	2,387	2,458	2,519
관계기업투자등	19	20	21	22
유형자산	887	975	1,040	1,095
무형자산	74	65	55	47
자산총계	3,556	3,732	4,023	4,341
유동부채	1,328	1,344	1,405	1,462
매입채무 및 기타채무	796	813	850	884
단기금융부채	368	362	378	393
기타유동부채	164	169	177	184
비유동부채	915	912	915	918
장기금융부채	849	842	842	842
기타비유동부채	65	69	72	75
부채총계	2,243	2,255	2,320	2,380
지배주주지분	1,313	1,477	1,702	1,961
자본금	17	17	17	17
자본잉여금	322	322	322	322
이익잉여금	959	1,128	1,353	1,612
비지배주주지분	0	0	0	0
자본총계	1,313	1,477	1,702	1,961

예상 현금흐름표 (요약)

(십억원)	2025	2026F	2027F	2028F
영업활동으로 인한 현금흐름	771	781	854	895
당기순이익	195	240	296	330
비현금수익비용가감	617	625	641	661
유형자산감가상각비	524	523	529	539
무형자산상각비	10	11	10	8
기타	83	91	103	113
영업활동으로인한자산및부채의변동	2	0	22	20
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	-19	0	-9	-8
재고자산 감소(증가)	-3	-13	-10	-10
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	8	19	30	27
법인세납부	-50	-82	-94	-104
투자활동으로 인한 현금흐름	-272	-350	-275	-272
유형자산처분(취득)	-238	-251	-252	-252
무형자산감소(증가)	-1	-1	0	0
장단기금융자산의 감소(증가)	10	-10	-25	-23
기타투자활동	-42	-88	2	2
재무활동으로 인한 현금흐름	-409	-379	-396	-398
장단기금융부채의 증가(감소)	-16	-13	17	15
자본의 증가(감소)	0	0	0	0
배당금의 지급	-71	-71	-71	-71
기타재무활동	-322	-295	-342	-342
현금의 증가	89	53	183	225
기초현금	325	414	467	650
기말현금	414	467	650	875

자료: BGF리테일, 미래에셋증권 리서치센터

예상 주당가치 및 valuation (요약)

	2025	2026F	2027F	2028F
P/E (x)	9.3	9.2	7.5	6.7
P/CF (x)	2.2	2.6	2.4	2.2
P/B (x)	1.4	1.5	1.3	1.1
EV/EBITDA (x)	3.0	3.1	2.6	2.3
EPS (원)	11,297	13,897	17,131	19,065
CFPS (원)	47,024	50,078	54,232	57,304
BPS (원)	76,070	85,560	98,593	113,561
DPS (원)	4,100	4,100	4,100	4,100
배당성향 (%)	36.3	29.5	23.9	21.5
배당수익률 (%)	3.9	3.2	3.2	3.2
매출액증가율 (%)	4.2	5.2	4.6	4.0
EBITDA증가율 (%)	2.8	9.3	8.1	5.7
조정영업이익증가율 (%)	0.9	29.0	20.1	11.2
EPS증가율 (%)	0.0	23.0	23.3	11.3
매출채권 회전율 (회)	50.4	49.5	50.3	50.2
재고자산 회전율 (회)	42.4	43.0	42.7	42.6
매입채무 회전율 (회)	12.0	12.2	12.2	12.2
ROA (%)	5.6	6.6	7.6	7.9
ROE (%)	15.6	17.2	18.6	18.0
ROIC (%)	12.7	15.7	18.5	20.2
부채비율 (%)	170.8	152.7	136.3	121.4
유동비율 (%)	88.9	100.1	111.3	124.6
순차입금/자기자본 (%)	43.9	28.9	14.7	1.6
조정영업이익/금융비용 (x)	5.6	28.5	16.0	15.8

투자 의견(신규)	매수
목표주가(신규)	55,000원
현재주가(26/10/29)	34,850원
상승여력	57.8%

영업이익(26F, 십억원)	179
Consensus 영업이익(26F, 십억원)	195
EPS 성장률(26F, %)	흑전
MKT EPS 성장률(26F, %)	278.0
P/E(26F, x)	16.5
MKT P/E(26F, x)	5.4
KOSPI	5,937.66
시가총액(십억원)	1,368
발행주식수(백만주)	39
유동주식비율(%)	77.0
외국인 보유비중(%)	18.7
베타(12M) 일간수익률	0.35
52주 최저가(원)	34,800
52주 최고가(원)	69,400
(%)	1M 6M 12M
절대주가	-13.3 -48.5 -29.5
상대주가	0.3 -42.0 -51.6



[유통]
김나미
nami.kim@miraeasset.com

호텔신라

DF1 철수가 곧 증익, 다음은 호텔

투자 의견 매수, 목표주가 55,000원으로 커버리지 개시

동사는 ① DF1 철수로 분기 약 200억원의 영업적자가 사라지고, ② 남은 면세는 저수익 공항 매출이 줄고 알선수수료·임차료가 정상화돼 마진이 회복되며, ③ 객실단가 상승과 운영형 자산 확대로 영업이익률 11~14%인 호텔의 이익 비중이 커지면서 2026년 영업이익이 135억원에서 1,793억원으로 늘어날 전망이다. 목표주가는 2027E EBITDA 3,447억원에 DF1 반납 의결 이후 1년(2025.10~2026.9) 평균 EV/EBITDA 8.8배를 적용하고 순차입금과 리스부채, 우선주 귀속분을 차감했다.

DF1 철수: 분기 200억원 적자 제거

인천공항 DF1은 높은 객당 임차료로 분기 약 200억원의 영업적자를 냈으나 4월 16일 영업을 종료했다. 3Q26 면세 영업이익은 273억원으로 전년 대비 378억원 늘었으나, 고환율 시기에 매입한 재고의 원가 부담과 타이공 비수기, 해외공항 여객 연동 임차료 증가로 영업이익률은 2Q26 4.7%에서 3.6%로 낮아졌다. 2026년 면세 영업이익은 -473억원에서 962억원으로 1,435억원 개선돼 연결 증익(1,658억원)의 87%를 차지할 전망이다. 매출 성장보다 DF1 철수와 판매조건 개선, 해외 손실 축소 포함 면세 정상화가 이익 개선을 주도한다.

면세: 매출 감소에도 비용 정상화로 수익성 개선

DF1 철수 이후 면세 매출은 2026년 3.1조원으로 전년 대비 7.0% 감소하지만, 저수익 공항 매출이 줄고 시내·해외 매출 비중이 높아지면서 수익성은 개선될 전망이다. 2Q26 알선수수료는 395억원으로 전년 대비 13.4% 감소해 매출 감소폭 9.1%를 상회했으며, 해외공항 임차료 감면은 홍콩 2026년 말, 싱가포르 계약 종료(2028년 3월)까지 합의됐다. 외형 성장보다 알선수수료와 임차료 등 비용 구조의 정상화가 면세 이익 개선을 견인할 전망이다.

호텔: 객실단가 상승과 운영형 자산 확대

호텔·레저는 3Q26 영업이익률 14.0%로 면세(3.6%)를 크게 웃돌며 연결 영업이익의 51%를 차지했다. 서울신라호텔·신라스테이의 객실단가가 전년 대비 10% 중후반 오르고 가동률은 의도적 상한(3Q26 서울 74%·신라스테이 80%)에 묶여 성장은 단가가 이끈다. 임차·위탁 운영 중심의 신라스테이가 2분기 서울신라호텔 매출을 처

결산기 (12월)	2024	2025	2026F	2027F	2028F
매출액 (십억원)	3,948	4,068	3,926	3,871	4,039
영업이익 (십억원)	-5	14	179	215	248
영업이익률 (%)	-0.1	0.3	4.6	5.5	6.1
순이익 (십억원)	-62	-173	85	129	153
EPS (원)	-1,538	-4,321	2,113	3,226	3,834
ROE (%)	-6.5	-14.5	7.3	10.2	10.9
P/E (배)	-	-	16.5	10.8	9.1
P/B (배)	1.1	1.5	1.1	1.0	0.9
배당수익률 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0

주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익
자료: 호텔신라, 미래에셋증권 리서치센터

Valuation

P/E가 아니라 EV/EBITDA로 본다

동사에는 P/E보다 EV/EBITDA가 적합하다고 판단한다. 첫째, 자본구조를 고려할 필요가 있다. 6월 말 공시 순차입금 6,325억원은 현재 시가총액 1조 3,700억원의 46% 수준이고 리스부채 3,681억원까지 더하면 73%에 이르러, 주주가치만 반영하는 P/E는 동사의 재무 구조를 충분히 반영하기 어렵다.

둘째, 순이익의 변동성이 크다. 이자비용과 상각비가 순이익에 미치는 영향이 크다. 2Q26 사용권자산상각은 190억원으로 전년 동기 213억원보다 줄었으나, DF1은 변동 임차료 비중이 큰 사업장이라 이 감소를 DF1 철수 효과와 동일시하거나 이후 자동으로 확대된다고 가정하지 않았다. 감가상각 전망은 최근 실적 수준을 기준으로 별도 설정했다.

셋째, 과거 P/E 밴드를 적용하기 어렵다. 2025년 적자로 최근 P/E 밴드의 활용도가 낮고, 비교 가능한 과거 구간은 2014~2019년에 한정된다. 그러나 당시에는 DF1 사업이 없었고 호텔 비중도 현재의 20.5%보다 낮아 현재와 사업구성이 다르다.

표 45. Valuation Table

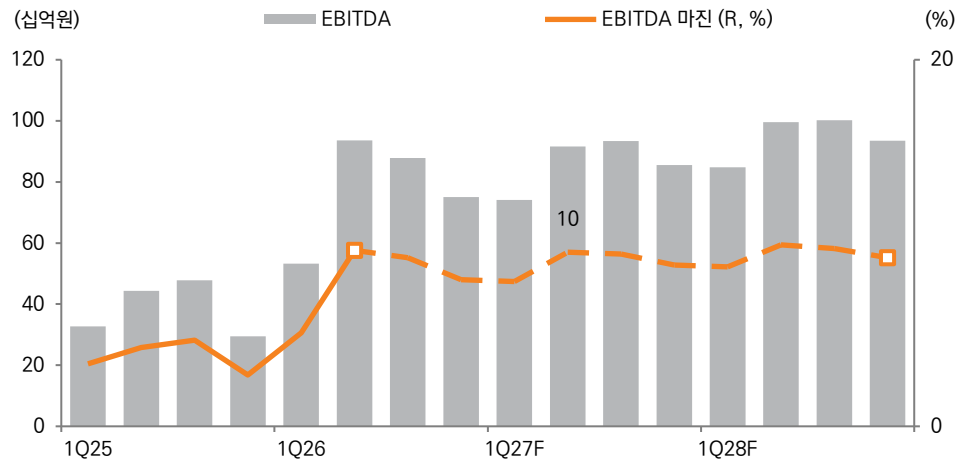
항목	값	비고
2027E EBITDA (억원)	3,447	영업이익 2,148 + 감가상각 1,299(1년 뒤 기준)
목표 EV/EBITDA (배)	8.8	DF1 반납 의결(2025.9) 이후 1년 평균. 현재 2027E 기준 6.6배
목표 EV (억원)	30,329	2027E EBITDA × 목표 EV/EBITDA
순차입금·리스부채 등 (억원)	10,059	조정 순차입금 6,095 + 리스부채 3,681 + 우선주 귀속 283
목표주가 (원)	55,000	(목표 EV - 순차입금·리스부채 등) ÷ 37,161천주(교환 전)
현재주가 (원)	34,800	2026.10.26 종가
상승여력 (%)	58.0	

자료: 미래에셋증권 리서치센터

주: 조정 순차입금 6,095 = 공시 순차입금 6,325 - 단기금융상품 264 + 사용제한 현금 34(교환사채 미교환 가정)

2분기 연결 감가상각비는 324.7억원으로 확인되며, 영업이익 611억원을 더하면 EBITDA는 935.7억원으로 회사가 공시한 936억원과 0.3억원 차이에 불과하다. 2026년 EBITDA는 3,097억원, 2027년은 3,447억원이며, 목표주가에는 2027년 EBITDA를 적용했다. 신세계·현대백화점·BGF리테일에 2027E EPS를 적용한 것과 같은 1년 뒤 기준이다. 분기 감가상각비는 2분기 실적 수준인 324.7억원으로 가정했다. 3분기 감가상각비도 3분기 EBITDA 878억원과 영업이익 552억원의 차이인 약 326억원으로 이 가정과 맞는다. DF1 임차료는 대부분 매출·여객 연동 변동리스료라 사용권자산과 리스부채에 거의 잡혀 있지 않았고(상반기 계약 종료로 제거된 리스부채는 11억원), DF1이 빠진 2분기에도 감가상각비는 1분기 대비 4억원 줄어드는 데 그쳤기 때문이다.

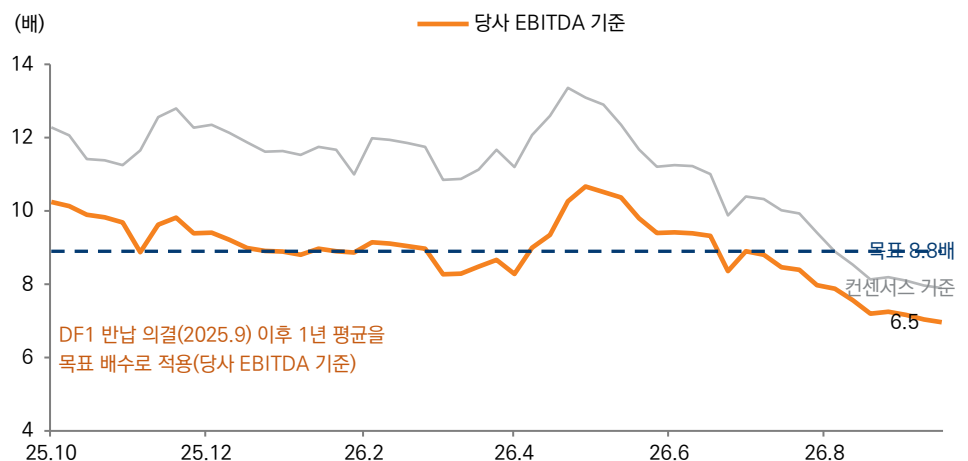
그림 98. 호텔신라 분기 EBITDA와 EBITDA 마진



주: EBITDA = 영업이익 + 감가상각비(사용권자산상각 포함). 4Q26부터 당사 추정(점선). 3Q26 감가상각비는 EBITDA 878억원 - 영업이익 552억원, 이후 분기 감가상각비는 2Q26 실적 수준인 324.7억원으로 가정
자료: 호텔신라, 미래에셋증권 리서치센터 추정

목표주가 55,000원은 2027E EBITDA(3,447억원)에 DF1 사업권 반납 의결 이후 1년 (2025.10~2026.9) 평균 EV/EBITDA 8.8배를 적용하고 순차입금과 리스부채, 우선주 귀속분을 차감하였다. DF1 반납 의결 이후 비용 정상화 기대가 반영된 구간이 현재 동사의 이익 구조를 반영한다는 판단이다. 8.8배는 월말 EV(리스부채 포함)를 12MF EBITDA로 나눈 값의 평균이다. 3Q26 실적과 수정 전망으로 같은 구간을 다시 계산한 평균은 9.7배(목표주가 63,000원)지만, 분모인 이익 추정 하향에 따른 상승이어서 목표배수에 반영하지 않았다. 목표배수는 추정치 변경만으로 바꾸지 않는다. 현재 2027E 기준 EV/EBITDA는 6.6배며(6월 말 순차입금·리스부채 기준), 목표주가가 교환가액(62,200원)을 밑돌아 교환사채 미교환을 기본으로 했고 전량 교환을 가정해도 목표주가는 55,000원이다.

그림 99. 호텔신라 12MF EV/EBITDA와 목표 8.8배

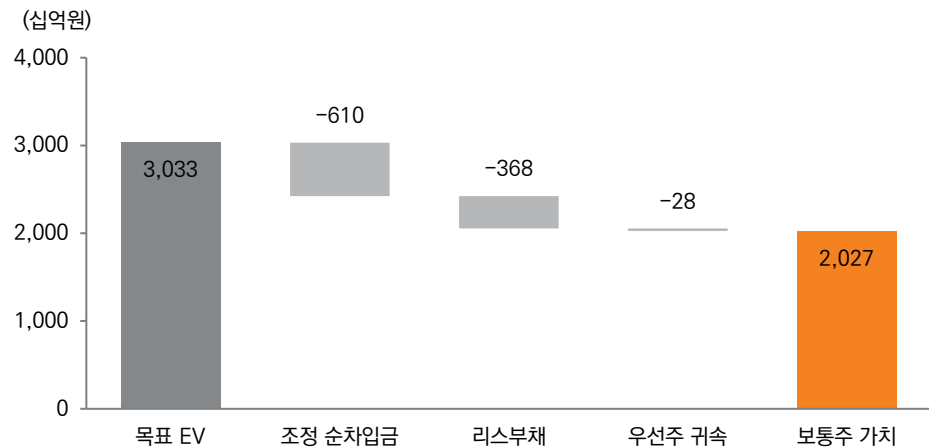


주: EV = 보통주·우선주 시가총액 + 순차입금 + 리스부채. 주황은 당사 12MF EBITDA(해당 분기부터 4개 분기 영업이익 + 감가상각), 회색은 블룸버그 컨센서스 EBITDA 기준. 당사 시리즈는 3Q26 실적 반영 전 추정 기준. 월말

자료: Bloomberg, 호텔신라, 미래에셋증권 리서치센터 추정

다만 밴드 평균을 넘는 배수는 적용하지 않았다. 2026년 증익의 대부분이 신규 수요 증가보다 적자 사업장 철수에 따른 비용 구조 정상화에서 발생하기 때문이다. 비용 구조 정상화로 확보된 이익은 지속될 수 있으나, 그 자체로 추가적인 매출 성장을 창출하지는 않는다. 따라서 시내점 매출이 성장 궤도에 진입하고 이를 기반으로 이익이 지속적으로 증가하는 것이 확인되기 전까지는 추가적인 배수 상승을 제한적으로 보는 것이 적절하다고 판단한다. 국내 면세 마진은 3Q26 수준에서 회복을 반영하지 않았고, 환율 원가 정상화에 따른 상향과 홍콩 공항 임차료 감면 종료는 추정이 아닌 민감도로 제시한다.

그림 100. 호텔신라 목표주가 산정: 목표 EV에서 보통주 가치까지



주: 목표 EV = 2027E EBITDA 3,447억원 × EV/EBITDA 8.8배. 보통주 가치 ÷ 평가 보통주 3,716만주(교환사채 미교환 가정)
= 목표주가 55,000원

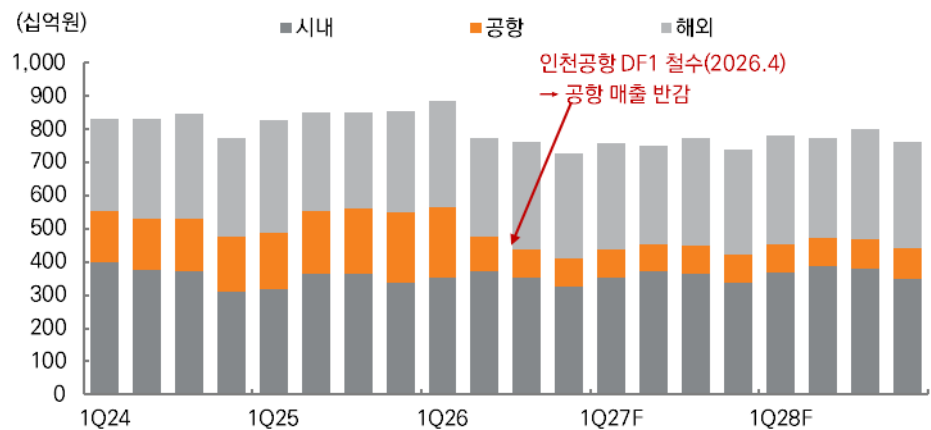
자료: 미래에셋증권 리서치센터 추정

실적 전망

2026년 연결 매출은 DF1 철수와 3분기 시내점 매출 감소(-3.4%)로 전년 대비 3.5% 줄어 3조 9,257억원에 그치지만, 영업이익은 135억원에서 1,793억원으로 증가할 전망이다. 연결 증익의 87%는 철수에 따른 적자 제거를 포함한 면세 정상화에서 나온다. 2027년에는 철수 효과가 연간으로 반영되고 하반기 시내점 매출이 낮은 기저에서 3.2% 증가하면서 영업이익이 2,148억원으로 확대될 전망이다.

면세 영업이익은 2025년 473억원 적자에서 2026년 962억원 흑자로 전환하고, 2028년 1,375억원으로 늘어난다. 채널 재편도 이어져 시내 매출은 2025년 1조 3,833억원에서 2028년 1조 4,824억원으로 늘고 공항은 7,650억원에서 3,500억원으로 줄어든다. 호텔·레저 영업이익은 2025년 609억원에서 2028년 1,106억원으로 확대된다.

그림 101. 호텔신라 면세 채널별 매출 구성



자료: 미래에셋증권 리서치센터

2분기에는 매출총이익률이 1분기 44.1%에서 46.4%로 오르고, DF1 철수로 임차료율은 18.4%에서 14.1%로 내렸다. 반면 매출이 전분기 대비 7.8% 줄어도 인건비 등 고정성 비용은 같은 속도로 줄지 않아 기타판관비율은 23.8%에서 26.0%로 올랐다. 당사는 원화 강세에 따른 재고 원가 부담을 반영해 3~4분기 매출총이익률을 45.0%로 낮췄으며, 4분기 이후 기타판관비율은 26.3~27.0%(비수기인 1분기 27.5~27.8%)로 계산된다.

표 46. 호텔신라 분기 및 연간 실적 전망

(십억원)	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26	3Q26	4Q26F	2024	2025	2026F	2027F
매출액	972	1,025	1,026	1,045	1,054	972	959	941	3,948	4,068	3,926	3,871
면세	827	850	850	855	885	773	760	727	3,282	3,382	3,144	3,022
호텔	116	142	147	158	133	163	169	181	535	563	646	711
생활레저	29	33	29	32	36	36	30	34	131	123	136	138
영업이익	(2)	9	11	(4)	20	61	55	43	(5)	14	179	215
영업이익률 (%)	(0.3)	0.8	1.1	(0.4)	1.9	6.3	5.8	4.5	(0.1)	0.3	4.6	5.5
세전이익	(4)	2	(187)	(41)	12	39	50	26	(47)	(230)	127	177
지배주주순이익	(6)	(1)	(149)	(17)	6	21	38	19	(62)	(173)	85	129

자료: 호텔신라, 미래에셋증권 리서치센터

표 47. 호텔신라 연간 실적 전망

(십억원)	2025	2026F	2027F	2028F
순매출액	4,068	3,926	3,871	4,038
면세(TR)	3,382	3,144	3,022	3,116
시내	1,383	1,404	1,425	1,482
공항	765	483	339	350
해외	1,234	1,258	1,258	1,283
호텔	563	646	711	782
생활레저	123	136	138	141
영업이익	14	179	215	248
영업이익률 (%)	0.3	4.6	5.5	6.1
면세	(47)	96	120	137
호텔·레저	61	83	95	111
세전이익	(230)	127	177	210
지배주주순이익	(173)	85	129	153
EPS (원)	(4,321)	2,113	3,226	3,834

주: 호텔·레저 영업이익은 2Q26부터 회사가 합산 공시해 합산 기준으로 표기. 2025년 공항·해외 분할은 연결주식 지역별 공시 기준. EPS는 지배주주순이익을 발행주식수(보통주·우선주 합계 40,000천주, 자기주식 포함)로 나눈 값으로 표지·재무제표와 같은 기준이며, 목표주가 산출의 평가 보통주 수(37,161천주, 교환사채 미교환 가정)와 다르다. 3Q26 공항·해외 분할은 잠정치.

자료: 호텔신라, 미래에셋증권 리서치센터

EBITDA는 2025년 1,543억원에서 2026년 3,097억원, 2028년 3,770억원으로 증가할 전망이다. EBITDA 마진도 3.8%에서 각각 7.9%, 9.3%로 개선된다. 다만 3분기 EBITDA는 878억원으로 매출 대비 9.2%를 기록해, 2분기 마진 9.6%를 하회했다.

지배주주순이익은 2025년 1,728억원 적자에서 2026년 845억원 흑자로 전환한 뒤, 2027년 1,290억원, 2028년 1,534억원으로 증가할 전망이다. 3분기 당기순이익은 잠정 실적 기준 384억원으로 영업외손익이 당사 예상보다 양호했다. 2026년 순이익에는 2분기 아이파크신라면세점 출자 관련 지분법손실 200억원이 포함돼 있다. 관계기업 장부금액이 0이라 추가 출자가 없는 한 손실 인식은 중단되고, 흑자로 전환하더라도 미인식 누적손실을 메우기 전까지는 이익이 인식되지 않아 3분기 이후 지분법손익은 0으로 가정했다. 지배지분율은 2026년 실적에 근거해 전 기간 100%를 적용했다.

재무구조도 개선되고 있다. 3분기 말 부채비율은 200%로 2025년 말(220%) 대비 20%p 하락했고, 자본은 1조 1,062억원에서 1조 1,451억원으로 증가했다. 6월 말 차입금·사채는 교환사채를 포함해 1조 1,567억원, 현금은 5,241억원으로 순차입금은 6,325억원이다. 올해 만기 회사채는 연초 차환을 완료했으며, 2027년 2월 2,600억원과 4월 1,300억원의 사채 만기에는 영업현금흐름과 일부 차환으로 대응할 것으로 예상된다. 회사도 영업이익 개선에 따른 현금흐름으로 부채비율을 낮추겠다는 방침이다. 6월 말 순차입금을 고정해 비교하면 순차입금/EBITDA는 2025년 실적 기준 4.1배에서 2026년 전망 기준 2.0배로 낮아지고, 6월 말 리스부채 3,681억원을 포함하면 2026년 전망 기준 3.2배다.

투자포인트

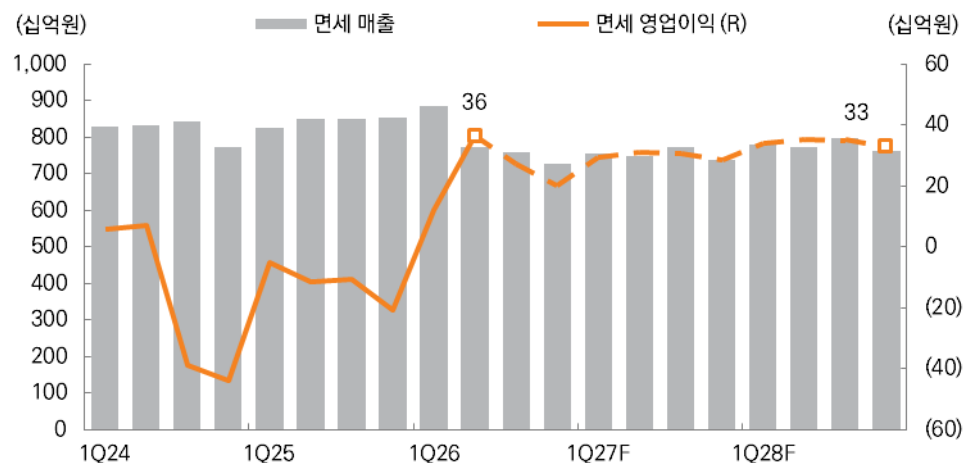
투자포인트 1. 철수가 곧 증익: 분기 200억의 적자 제거

동사 2026년 실적 개선의 핵심은 성장이 아니라 적자 제거다. 인천공항 DF1 사업권은 높은 객당 임차료 부담이 매출총이익을 상회하는 구조였고, 동사는 이 사업장에서만 분기당 약 200억원의 영업적자를 예상하고 있었다. 2026년 4월 16일 영업을 종료하면서 이 부담이 사라졌다. 시장에서는 이 철수로 연간 약 3,300억원 규모의 임차료 부담이 해소된 것으로 보고 있다. 당사 모델의 연결 임차료는 FY25 7,718억원에서 FY27 5,128억원으로 2,589억원 감소하는데, 시내점과 해외공항, DF3의 임차 부담이 남기 때문이다.

실적에서도 개선 효과가 확인됐다. 면세 부문 영업이익은 1분기 122억원에서 2분기 364억원으로 증가했으며, 전년 동기 대비로는 477억원 개선됐다. 이에 따라 면세 영업이익률도 1.4%에서 4.7%로 3.3%p 상승했다. 3분기 면세 영업이익은 273억원으로 전년 동기 대비 378억원 개선됐다.

다만 3분기 면세 영업이익률은 2분기 4.7%에서 3.6%로 낮아졌다. 2분기에 남아 있던 DF1 적자(약 35억원)는 빠졌지만, 타이공 화장품 비수기로 서울·제주 시내점 매출이 줄었고 원/달러 평균 환율이 2분기 1,502원에서 3분기 1,423원으로 내려가 고환율 구간에 매입한 재고의 원가 부담이 커졌다. 해외공항은 객단가가 낮은 여름 여객이 늘면서 여객 연동 임차료가 증가해 매출 증가에도 손익이 악화됐다. 철수에 따른 적자 제거는 확인됐지만, 남은 면세 사업의 수익성은 환율과 여객 구성에 영향을 받는다.

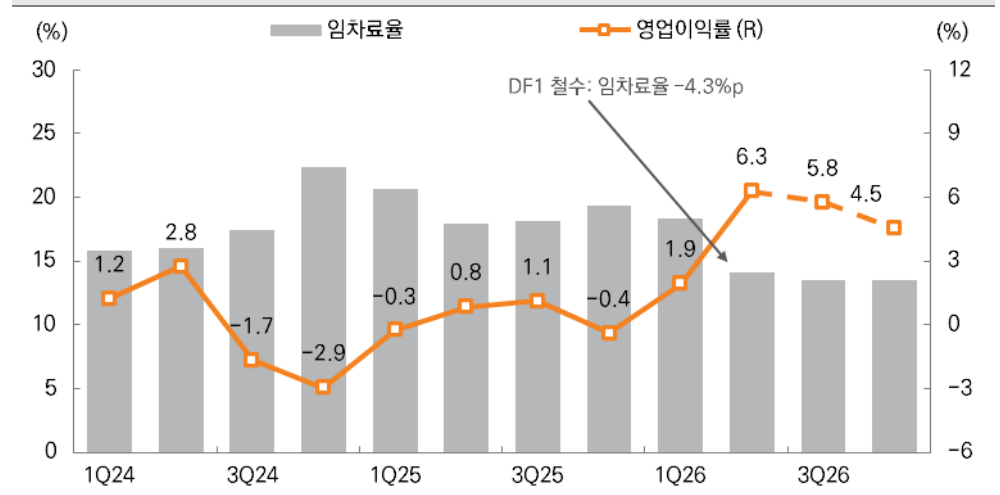
그림 102. 호텔신라 면세 매출과 영업이익



자료: 호텔신라, 미래에셋증권 리서치센터

비용 측면에서도 철수 효과가 확인된다. 연결 임차료는 1분기 1,935억원에서 2분기 1,370억원으로 565억원 감소했다. 다만 임차료 부담이 전부 제거된 것은 아니며, 시내점과 해외공항, DF3 관련 임차료는 지속된다. 따라서 임차료 감소 효과는 2분기에 한 차례 크게 반영된 이후 안정화될 것으로 판단한다.

그림 103. 호텔신라 임차료율과 영업이익률

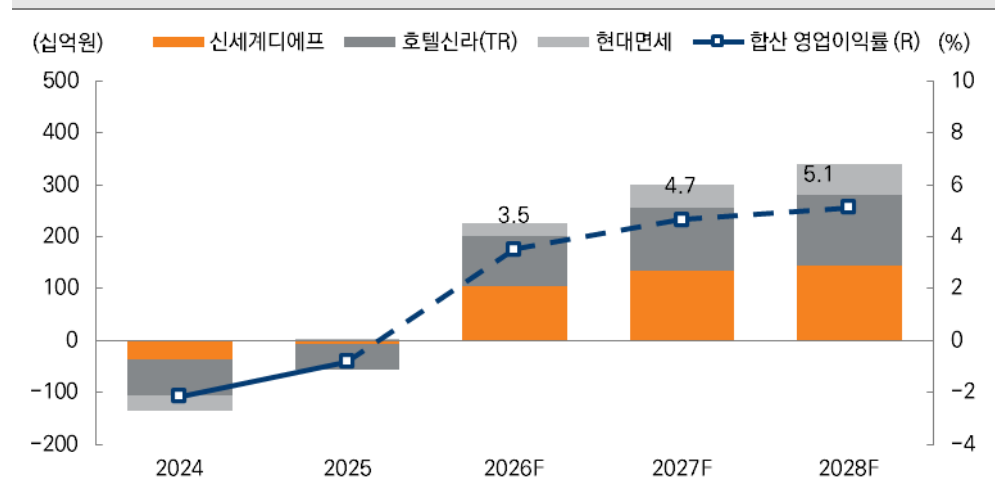


자료: 호텔신라, 미래에셋증권 리서치센터

철수에 따른 추가적인 일회성 비용 부담도 제한적이었다. 회사는 2분기 중 철거비와 재고 이관 등에 따른 일회성 비용이 발생하지 않았다고 확인했으며, 유형자산처분손실도 전년에 이미 반영됐다. 철수한 DF1 구역의 반복적인 임차료 부담은 3분기부터 제거됐다. 마카오 공항점 영업 종료를 포함해 수익성 중심의 사업장 정리가 함께 진행되고 있다.

연간으로는 면세 부문 영업이익이 2025년 473억원 적자에서 2026년 962억원 흑자로 전환하며 1,435억원 개선될 전망이다. 이는 같은 기간 연결 영업이익 증가분 1,658억원의 87%에 해당한다. 즉 연결 증익의 약 87%가 면세에서 발생하며, DF1 철수와 판매조건 개선, 해외 손실 축소를 포함한 면세 정상화가 증익을 주도한다.

그림 104. 면세 3사 영업이익: FY26~28F 증익의 65%가 FY27



주: 연간 면세 부문 영업이익 기준. 호텔신라는 해외 포함 TR 부문. 합산 영업이익률 = 3사 면세 영업이익 합계 ÷ 면세 매출 합계.
자료: 각 사, 미래에셋증권 리서치센터 추정

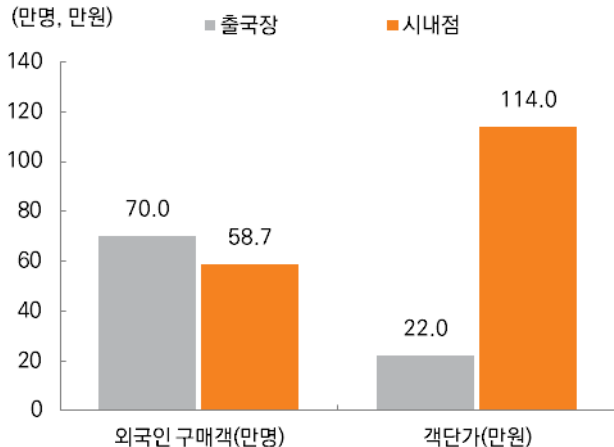
투자포인트 2. 남은 면세는 비용 구조가 다르다

DF1 철수 이후 면세 사업은 시내점(서울·제주·온라인), 인천공항 DF3, 해외공항(싱가포르·홍콩) 중심으로 재편된다. 세 채널은 모두 DF1과 비용 구조가 다르며, 이에 따라 매출 규모보다 임차료와 알선수수료 등 비용 구조가 수익성에 미치는 영향이 커질 것이다.

매출 구성에서도 사업 재편의 방향이 확인된다. 면세 전체 매출은 2025년 3조 3,818억원에서 2026년 3조 1,440억원으로 7.0% 감소할 전망이다. 다만 공항 매출이 7,650억원에서 4,830억원으로 감소하는 동안 시내 매출은 1조 3,833억원에서 1조 4,036억원으로 1.5% 증가하고, 해외 매출은 1조 2,340억원에서 1조 2,577억원으로 소폭 늘어난다. 수익성이 낮았던 공항 채널의 매출이 축소되는 반면 상대적으로 이익 기여도가 높은 시내·해외 채널의 비중이 확대되면서, 외형 감소 대비 수익성은 개선되는 구조다.

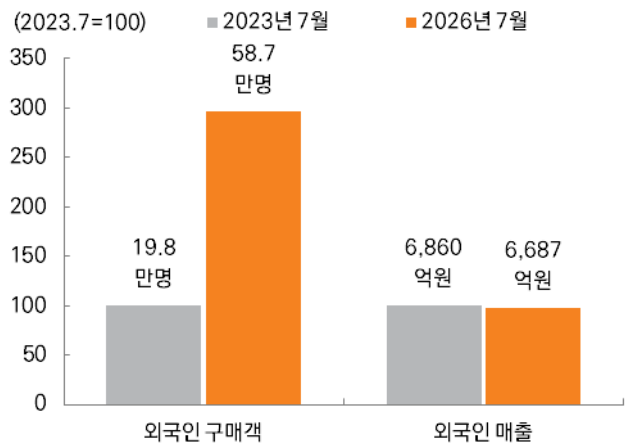
시내점 영업이익률은 3Q26 한 자릿수 중반으로 2분기(한 자릿수 중후반)보다 낮아졌으며, 회사 목표는 한 자릿수 후반 수준의 수익성 안정화다. 수익성의 핵심 변수는 할인율이다. 개별여행객은 5~20%, 단체관광객은 20~30%, 타이공은 40~50%의 할인율이 적용되며, 고객 구성에 따라 평균 할인율은 30% 중후반 수준이다. 할인율 1%p 변동은 매출의 1% 만큼 영업이익에 영향을 주는 직접적 민감도를 갖는다. 3분기 할인율은 2분기보다 소폭 낮아졌지만 30% 중후반이 유지됐고, 회사는 4분기도 같은 수준을 예상한다.

그림 105. 7월 출국장 vs 시내점: 구매객은 많고 객단가는 5분의 1



자료: 한국면세점협회, 미래에셋증권 리서치센터

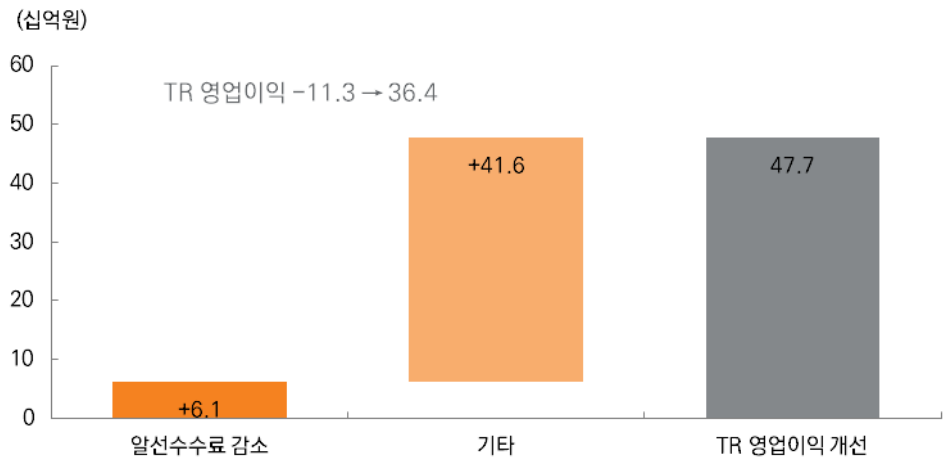
그림 106. 시내점 7월: 외국인 구매객 3배, 매출은 제자리



자료: 한국면세점협회, 미래에셋증권 리서치센터

최근에는 할인 관련 비용의 감소가 확인되고 있다. 2분기 연결 기준 알선수수료는 395억원으로 전년 동기 456억원 대비 13.4% 감소했으며, 같은 기간 면세 매출 감소폭인 9.1%보다 감소폭이 컸다. 이는 매출 감소에도 불구하고 매출 확보를 위해 지급하는 비용이 더 빠르게 감소하고 있음을 의미한다. 국내 면세 3사 중 이 계정을 분리 공시하는 곳은 동사가 유일해, 타이공 거래 비용의 실제 축소 여부를 확인할 수 있는 드문 지표다.

그림 107. 호텔신라 TR 2Q26 영업이익 개선 477억원 중 알선수수료는 61억원



주: 기타 = TR 영업이익 개선 - 알선수수료 감소(임차·운영비 축소, 매출총이익 변화 등)
 자료: 호텔신라, 미래에셋증권 리서치센터

해외공항은 임차료 감면 여부가 수익성의 핵심 변수다. 매출의 약 5% 수준인 감면은 홍콩 2026년 말, 싱가포르 계약 종료(2028년 3월)까지 합의됐다. 감면 수준이 종전과 비슷해 추가 개선 요인은 아니다. 홍콩은 2027년 9월 계약 종료를 앞두고 2027년 1월 입찰(결과 4~5월)이 예정돼 있으며, 회사는 손익분기 이상 조건으로 응찰할 계획이다.

당사의 면세 영업이익률은 국내(시내·DF3)와 해외를 나눠 추정한 결과값으로 4Q26F 2.8%, 2027년 4.0%, 2028년 4.4%다. 3Q26 국내 이익률은 해외를 -1.5%로 보면 약 7.4%다. 도매 비중이 2분기 57%에서 3분기 53%로 낮아졌는데도 이익률이 하락해, 이번 마진 하락은 고객 구성보다 원가 요인이 컸다. 4Q26F는 회사가 3분기보다 어려운 영업환경을 제시해 국내 6.5%, 해외 -2.0%를 적용했다. 2027~2028년 국내 이익률은 3분기 수준인 7.5%로 두고 추가 회복은 반영하지 않았다. 회사가 언급한 환율 원가 정상화가 확인되면 8.0%까지 올라갈 수 있다. 해외는 홍콩 임차료 감면의 2027년분이 아직 확정되지 않아 2027년 -1.0%를, 홍콩 재입찰 이후 손익분기 수준을 가정해 2028년 0%를 적용했다.

표 48. 면세 3사 정상화 단계 비교

구분	신세계디에프	호텔신라(TR)	현대면세
2Q26 영업이익률 (%)	6.1	4.7	2.0
FY26F 영업이익률 (%)	5.1	3.1	1.9
FY28F 영업이익률 (%)	7.1	4.4	3.9
개선폭 FY26F→28F (%p)	1.9	1.4	2.0
영업이익 증가 FY26F→28F (십억원)	37.7	41.3	34.1
증익 중 FY27 반영 비중 (%)	76.6	57.0	61.1
연결 증익 중 면세 비중 (%)	12.9	60.0	20.1
정상화 단계	고비용 구역 철수 후 잔존 사업 수익성 제고	철수 효과·거래 비용 개선이 연결 이익에 반영	신규 구역 이익 기여 확대·시내점 적자 축소
핵심 동인	할인율 축소, DF2 철수 (월 약 80억원 손익 개선)	DF1 철수, 알선수수료·임차료 부담 완화	DF2 객당 단가 5,394원 (직전 9,020원), 동대문점 종료

주: 순매출 기준. 연결 증익 중 면세 비중의 연결은 신세계·호텔신라·현대백화점
 자료: 각 사, 미래에셋증권 리서치센터 추정

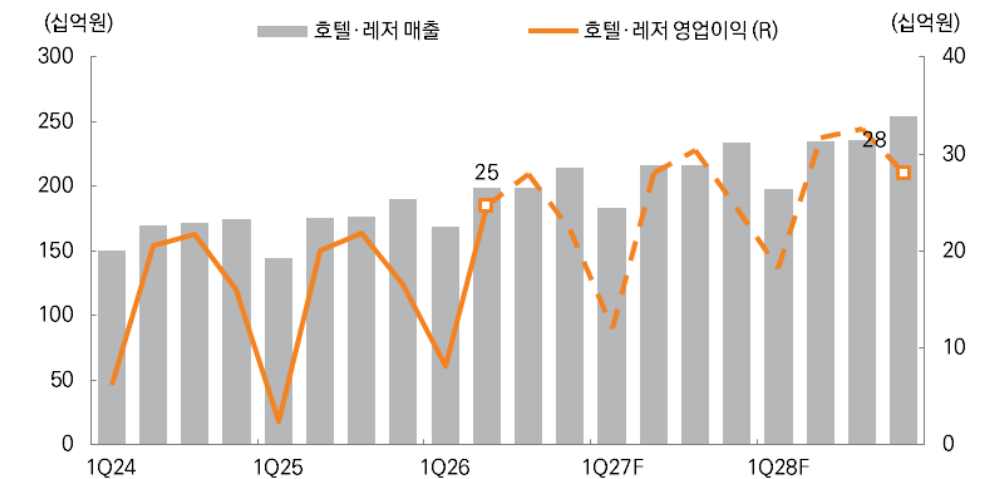
투자포인트 3. 호텔이 이익률을 끌어올린다

호텔·레저는 매출 비중이 3분기 기준 20.7%에 그치지만 이익 기여도는 높다. 3분기 호텔·레저 영업이익은 279억원으로 면세 영업이익 273억원보다 많았고 연결 영업이익의 51%를 차지했다. 영업이익률은 14.0%로 면세 3.6%를 크게 웃돈다. 매출 비중도 전년 동기 17.2%에서 3.5%p 올랐다. 코로나 국면에서 경쟁 호텔들이 폐업하며 공급이 줄어든 반면 수요가 회복되면서 최근 3년간 호텔 업황이 양호한 수준을 유지하는 것으로 보인다.

객실단가 상승이 매출 성장을 견인하고 있다. 신라스테이는 1분기와 2분기 평균객실단가가 전년 대비 10% 중반 이상 상승했으며, 서울신라호텔도 객실단가 상승폭이 지난해 10% 초반에서 올해 10% 후반으로 확대됐다. 제주신라호텔 역시 지난해 보합 수준에서 올해 10% 내외 상승으로 전환했다. 3분기에도 평균객실단가는 서울 10% 후반, 제주 10% 초반, 신라스테이 10% 중반 올랐다. 객실가동률은 3분기 기준 서울 74%, 제주 80%, 신라스테이 80%로, 이는 혼잡도를 고려한 의도적 상한이라 추가 상승 여력보다는 단가로 성장하는 구조다. 서울 시내 호텔 공급 부족이 이어지는 한 객단가 상승 여력은 유지된다.

호텔 사업 내에서도 운영형 자산의 비중이 확대되고 있다. 2분기 부문 매출은 신라스테이 722억원, 서울신라호텔 702억원, 레저 363억원, 제주신라호텔 191억원 순으로, 신라스테이가 서울신라호텔을 처음 앞질렀고, 3분기에도 신라스테이(709억원)가 서울신라호텔(674억원)을 웃돌았다. 신라스테이는 임차·위탁 운영 비중이 높아 초기 투자 부담이 작은 상태로 외형을 늘리는 구조라는 점에서, 부문 성장의 축이 자산집약적 호텔에서 운영형 모델로 옮겨가고 있음을 보여준다.

그림 108. 호텔신라 호텔·레저 매출과 영업이익

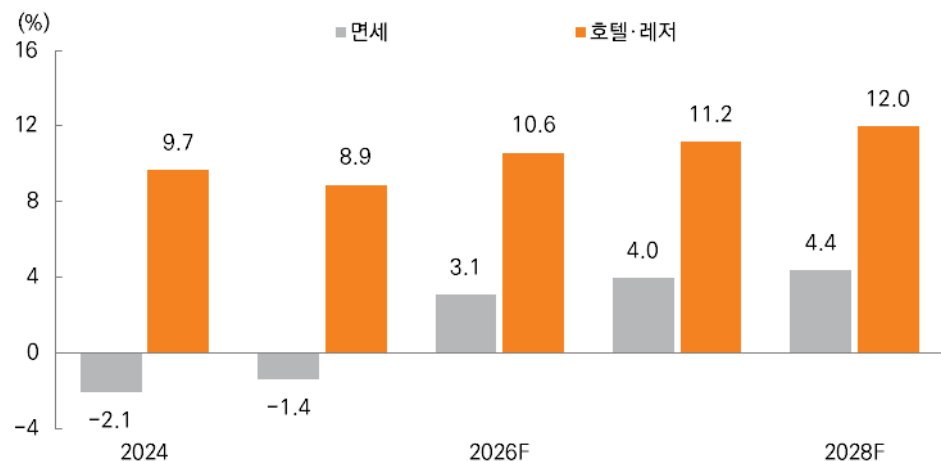


자료: 미래셋증권 리서치센터

신규 출점도 중기적인 성장 요인이다. 지난해 신라모노그램 강릉을 개장했으며, 올해 상반기 중국 옌청과 시안에 각각 한 곳씩 진출했고 10월 23일 베트남 하노이에 신라모노그램(319실)을 개장했다. 해외 신규점은 위탁운영 방식으로 투자 부담이 상대적으로 낮아 추가 출점이 수익성에 기여할 가능성이 있다. 회사는 운영 여력이 허용하는 범위에서 연간 1~2개 출점을 이어갈 계획이다.

당사는 인바운드 증가가 지속되는 경우 객실단가 상승도 2027년까지 이어질 것으로 전망한다. 호텔·레저 매출은 2026년 7,817억원에서 2028년 9,228억원으로 연평균 8.7%(호텔 10.0%) 성장하고, 영업이익은 831억원에서 1,106억원으로 증가할 것으로 추정한다. 호텔·레저 합산 영업이익 증가율은 2026년 36%로 회사 가이드نس(20% 이상)를 크게 웃돌고 2027년 14%, 2028년 16%로 가정했다. 회사의 이익 증가율 20% 이상 가이드نس는 2026년 기준이며, 회사는 4분기 서울·스테이 매출이 각각 10% 이상 늘고 2027년 상반기에도 성장이 이어질 것으로 본다(하반기 수치는 미제시). 2027년 14%는 비수기인 1분기 영업이익률을 실적(1Q24 5.0%·1Q25 2.5%·1Q26 6.0%)에 맞춰 8.0%로 두고, 최근 2년 4분기 합산 영업이익률이 3분기보다 3.5~3.8%p 낮았던 계절성을 반영해 4분기를 11.0%로 둔 당사 추정이며, 2~3분기는 13.0~14.3%를 적용했다.

그림 109. 호텔신라 사업부별 영업이익률: 호텔·레저가 면세의 두 배 이상



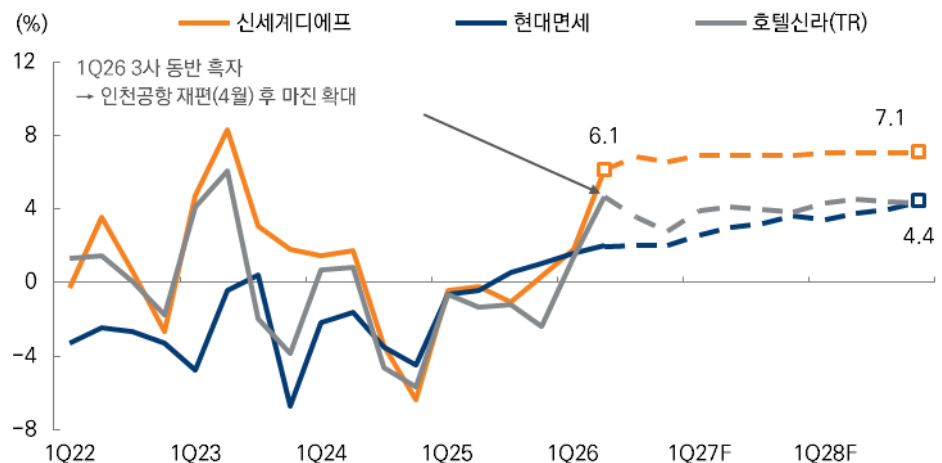
주: 2026F부터 당사 추정. 호텔·레저 = 호텔 + 생활레저
 자료: 호텔신라, 미래에셋증권 리서치센터 추정

실적리뷰

3Q26 Review: 면세 마진은 낮아졌고 호텔이 보완했다

3Q26 연결 매출은 9,590억원(YoY -6.5%), 영업이익은 552억원(+382.4%)으로 당사 추정(659억원)을 16.3% 밑돌았다. TR 부문 매출은 7,603억원(-10.5%)으로 국내 시내점 매출이 3.4%, 공항점 등 매출이 15.9% 감소했고, 영업이익은 273억원으로 전년 104억원 적자에서 흑자 전환했으나 추정치보다 129억원 낮았다. 영업이익률은 3.6%로 2분기 4.7%보다 낮아졌다. 타이공 화장품 비수기로 서울·제주 시내점 매출이 줄었고, 원화 강세로 교환율 구간에 매입한 재고의 원가 부담이 커졌다. 인천 DF3는 4분기 예정 브랜드 보상 일부가 3분기에 반영돼 전분기 수준의 손익을 냈다. 호텔&레저 부문은 매출 1,987억원(+12.8%), 영업이익 279억원(+28.0%)으로 서울호텔 +9.4%, 제주호텔 +9.9%, 신라스테이 +19.0%, 레저 +4.1%의 매출 성장을 기록했으며 객실가동률은 서울 74%, 제주 80%, 신라스테이 80%였다.

그림 110. 면세 3사 분기 영업이익률



주: 호텔신라는 3Q26 실적, 신세게디에프·현대면세는 3Q26부터 당사 추정(점선)

자료: 각 사, 미래에셋증권 리서치센터 추정

잠정 공시 기준 당기순이익은 384억원으로, 영업이익이 추정치를 밑돌았지만 당사 추정(386억원)과 비슷했다. 잠정 공시 세전이익 503억원 기준 영업외손익은 -49억원으로 당사 가정(-130억원)보다 양호했고, 법인세는 119억원(유효세율 23.7%)이다. 3분기 EBITDA는 878억원(EBITDA/매출 9.2%)으로 감가상각비는 약 326억원이다.

4Q26 전망

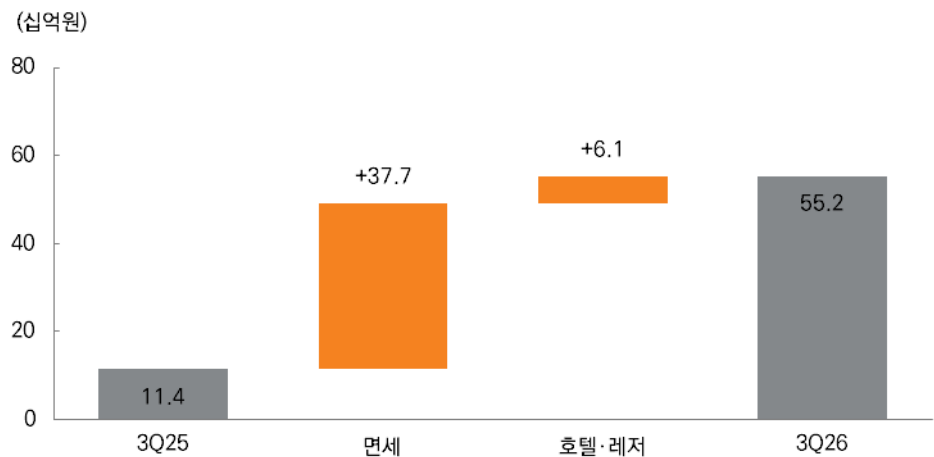
당사는 4Q26 연결 매출을 9,414억원(YoY -9.9%), 영업이익을 426억원(전년 동기 -41억원)으로 추정한다. 회사는 패션·시즌 상품의 재고 원가 반영 시차와 해외 사업장의 계절적 비수기로 TR 영업환경이 3분기보다 어려울 것으로 전망했고, 3분기에 앞당겨 반영된 브랜드 보상도 4분기에는 반복되지 않는다. 이를 반영해 면세 영업이익률을 2.8%(국내 6.5%, 해외 -2.0%, 면세 영업이익 203억원)로 낮췄다. 11월 중국 노선 증편에 따른 개별 관광객 증가는 상방 변수다. 호텔·레저는 서울·스테이 매출이 각각 10% 이상 늘 것이라는 회사 전망과 추석 이동에 따른 연회 기저 효과를 반영해 호텔 매출 +14.5%(호텔·레저 합산 +12.8%)를, 최근 2년 4분기 계절성을 반영해 호텔 영업이익률 11.0%를 적용했다(부문 영업이익 223억원). 확인 변수는 국내·해외 손익 분할, 재고 원가율, 홍콩 공항의 2027년 감면 여부다.

표 49. 호텔신라 3Q26 실적과 4Q26F 전망

구분	값	비고
3Q26 연결 매출	9,590억원	YoY -6.5%, 추정 9,502억원
3Q26 영업이익	552억원	추정 659억원 대비 -16.3%
3Q26 면세 영업이익	273억원	영업이익률 3.6% (추정 5.4%, 2Q26 4.7%)
3Q26 호텔·레저 영업이익	279억원	영업이익률 14.0% (추정 257억원)
4Q26F 영업이익	426억원	면세 203억원(영업이익률 2.8%), 호텔·레저 223억원
4Q26F 면세 영업이익률	국내 6.5%	해외 -2.0%

자료: 미래에셋증권 리서치센터 추정

그림 111. 호텔신라 3Q26 영업이익 전년 대비: 면세가 증익의 대부분



주: 3Q26 실적, 인천공항 DF1 4/16 영업 종료 후 첫 온기 분기

자료: 호텔신라, 미래에셋증권 리서치센터 추정

기업 개요

동사는 면세(TR)와 호텔·레저 두 부문을 운영한다. 면세는 서울·제주 시내점과 온라인, 인천공항 DF3, 싱가포르·홍콩 공항점으로 구성되며, 2026년 4월 인천공항 DF1 영업을 종료하고 마카오 공항점도 정리해 저수익 공항 사업장을 줄였다. 호텔·레저는 서울·제주 신라호텔과 비즈니스호텔 신라스테이, 레저 사업으로 구성되며, 신라스테이는 임차·위탁 운영 중 심이라 초기 투자 부담이 작다. 2026년 연결 매출 3.93조원 중 면세가 3.14조원(80%), 호텔·레저가 7,817억원(20%)을 차지할 전망이며, 면세 매출은 시내 1.40조원, 해외 1.26조원, 공항 0.48조원 순이다. 호텔·레저의 영업이익률은 3Q26 14.0%로 면세(3.6%)를 크게 웃돌아, 매출 비중에 비해 이익 기여가 크다. DF1 적자 제거가 2026년 증익의 대부분을 만들고, 이후에는 시내점 마진 유지와 호텔 객실단가 상승이 이익 성장을 이끄는 구조다.

리스크

시내점 외형 회복 지연. DF1 철수로 이익 기반은 갖췄으나 시내면세점 외형은 방한 외국인 증가 속도를 따라가지 못하고 있다. 매출이 줄어드는 동안 인건비·외주용역비는 같은 속도로 줄지 않아 2분기 기타판관비율이 23.8%에서 26.0%로 올랐다. 3분기 시내점 매출은 전년 대비 3.4% 줄었으며, 시내점 회복이 늦어지면 이 부담도 길어진다.

국내 면세 마진. 3분기에 원화 강세에 따른 재고 원가 부담이 실제 손익에 반영됐고, 회사는 패션·시즌 상품의 긴 재고 회전 때문에 4분기에도 원가 부담이 이어질 것으로 본다. 2027년 국내 면세 영업이익률 가정 7.5%는 3분기 수준이며, 1%p 낮아지면 목표주가는 약 50,000원, 환율 원가 정상화로 8.0%가 되면 약 57,000원이다.

해외공항 임차료와 계약 만기. 매출의 약 5% 수준인 해외공항 임차료 감면은 홍콩 2026년 말, 싱가포르 2028년 3월까지 합의됐으나 홍콩의 2027년분은 미확정이다. 홍콩 감면이 2027년 1~3분기에 적용되지 않으면 목표주가는 약 51,000원이다. 홍콩(2027년 9월)과 싱가포르(2028년 3월) 계약 만기 이후의 매출·이익은 재입찰 결과에 따라 달라진다.

교환사채. 자기주식 5.3%는 교환사채(교환가액 62,200원)의 교환 대상이다. 주가가 교환가액을 밑돌면 풋옵션 행사로 최대 1,294억원의 현금이 유출될 수 있고, 웃돌면 교환으로 유통 주식이 약 208만주 늘어난다.

호텔신라 (008770)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	2025	2026F	2027F	2028F
매출액	4,068	3,926	3,871	4,039
매출원가	2,248	2,155	2,104	2,183
매출총이익	1,820	1,770	1,767	1,856
판매비와관리비	1,806	1,591	1,552	1,608
조정영업이익	14	179	215	248
영업이익	14	179	215	248
비영업손익	-244	-52	-38	-38
금융손익	7	-32	-25	-22
관계기업등 투자손익	0	0	0	0
세전계속사업손익	-230	127	177	210
계속사업법인세비용	-57	42	48	57
계속사업이익	-173	85	129	153
중단사업이익	0	0	0	0
당기순이익	-173	85	129	153
지배주주	-173	85	129	153
비지배주주	0	0	0	0
총포괄이익	-178	88	129	153
지배주주	-178	88	129	153
비지배주주	0	0	0	0
EBITDA	154	310	345	377
FCF	50	250	237	259
EBITDA 마진율 (%)	3.8	7.9	8.9	9.3
영업이익률 (%)	0.3	4.6	5.5	6.1
지배주주귀속 순이익률 (%)	-4.2	2.2	3.3	3.8

예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	2025	2026F	2027F	2028F
유동자산	1,401	1,338	1,329	1,500
현금 및 현금성자산	338	381	339	466
매출채권 및 기타채권	206	186	192	201
재고자산	526	474	490	512
기타유동자산	330	298	308	322
비유동자산	2,140	2,071	2,083	2,098
관계기업투자등	0	0	0	0
유형자산	1,519	1,516	1,527	1,538
무형자산	22	18	13	10
자산총계	3,541	3,409	3,412	3,598
유동부채	1,298	1,241	1,114	1,146
매입채무 및 기타채무	265	239	247	258
단기금융부채	624	635	487	490
기타유동부채	409	368	380	397
비유동부채	1,137	970	971	973
장기금융부채	1,059	883	883	883
기타비유동부채	78	87	88	90
부채총계	2,435	2,211	2,086	2,119
지배주주지분	1,106	1,197	1,326	1,480
자본금	200	200	200	200
자본잉여금	206	207	207	207
이익잉여금	55	140	269	422
비지배주주지분	0	0	0	0
자본총계	1,106	1,197	1,326	1,480

예상 현금흐름표 (요약)

(십억원)	2025	2026F	2027F	2028F
영업활동으로 인한 현금흐름	104	304	291	313
당기순이익	-173	85	129	153
비현금수익비용가감	165	230	202	208
유형자산감가상각비	134	125	126	126
무형자산상각비	7	6	4	3
기타	25	100	72	79
영업활동으로인한자산및부채의변동	106	5	-2	-3
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	92	-26	-3	-3
재고자산 감소(증가)	98	62	-16	-22
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	-39	-16	6	9
법인세납부	-9	-25	-48	-57
투자활동으로 인한 현금흐름	-104	-11	-68	-73
유형자산처분(취득)	-53	-39	-54	-54
무형자산감소(증가)	1	0	0	0
장단기금융자산의 감소(증가)	-142	46	-14	-19
기타투자활동	91	-19	0	0
재무활동으로 인한 현금흐름	-30	-255	-264	-113
장단기금융부채의 증가(감소)	25	-166	-148	3
자본의 증가(감소)	0	1	0	0
배당금의 지급	0	0	0	0
기타재무활동	-56	-90	-117	-116
현금의 증가	-32	43	-42	127
기초현금	370	338	381	339
기말현금	338	381	339	466

자료: 호텔신라, 미래에셋증권 리서치센터

예상 주당가치 및 valuation (요약)

	2025	2026F	2027F	2028F
P/E (x)	-	16.5	10.8	9.1
P/CF (x)	-	4.4	4.2	3.9
P/B (x)	1.5	1.1	1.0	0.9
EV/EBITDA (x)	18.3	7.3	6.2	5.3
EPS (원)	-4,321	2,113	3,226	3,834
CFPS (원)	-184	7,863	8,281	9,034
BPS (원)	30,267	32,483	35,709	39,543
DPS (원)	0	0	0	0
배당성향 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0
배당수익률 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0
매출액증가율 (%)	3.1	-3.5	-1.4	4.3
EBITDA증가율 (%)	21.4	100.7	11.3	9.4
조정영업이익증가율 (%)	흑전	1,227.3	19.8	15.5
EPS증가율 (%)	적지	흑전	52.6	18.9
매출채권 회전율 (회)	48.5	50.6	51.8	52.0
재고자산 회전율 (회)	7.1	7.9	8.0	8.1
매입채무 회전율 (회)	10.9	11.1	11.2	11.2
ROA (%)	-4.7	2.4	3.8	4.4
ROE (%)	-14.5	7.3	10.2	10.9
ROIC (%)	-2.1	6.5	7.8	9.0
부채비율 (%)	220.1	184.7	157.3	143.2
유동비율 (%)	107.9	107.8	119.3	130.9
순차입금/자기자본 (%)	95.1	72.9	57.1	42.0
조정영업이익/금융비용 (x)	0.2	4.1	6.4	7.6

투자 의견(신규)	매수
목표주가(신규)	119,000원
현재주가(26/10/29)	82,300원
상승여력	44.6%

영업이익(26F, 십억원)	789
Consensus 영업이익(26F, 십억원)	778
EPS 성장률(26F, %)	463.1
MKT EPS 성장률(26F, %)	278.0
P/E(26F, x)	8.0
MKT P/E(26F, x)	5.4
KOSPI	5,937.66
시가총액(십억원)	2,328
발행주식수(백만주)	28
유동주식비율(%)	40.9
외국인 보유비중(%)	14.9
베타(12M) 일간수익률	0.45
52주 최저가(원)	64,100
52주 최고가(원)	203,500

(%)	1M	6M	12M
절대주가	-19.3	-38.7	24.1
상대주가	-6.6	-30.9	-14.7



[유통]
김나미
nami.kim@miraeasset.com

롯데쇼핑

백화점이 끌고, 비백화점의 상쇄가 줄어든다

투자 의견 매수, 목표주가 119,000원으로 커버리지 개시

동사에 대해 투자 의견 매수, 목표주가 119,000원을 제시하며 커버리지를 개시한다. 1) 백화점의 국내 패션 매출 회복과 외국인 유입에 따른 영업 레버리지, 2) 홈플러스 영업 축소에 따른 할인점의 고객 유입, 3) 홈쇼핑의 고마진 편성과 비용 효율 개선이 이익 증가를 견인할 전망이다. 목표주가는 2Q26 BPS 540,925원에 흑자 전환이 확인된 4Q25 실적 발표 이후의 평균 P/B인 목표 PBR 0.22배를 적용했다.

백화점: 패션 회복과 외국인 유입이 이익을 확대한다

백화점은 매출 비중이 큰 국내 패션의 회복에 외국인 유입이 더해지며 이익 증가 폭이 확대되고 있다. 매출의 약 45%를 차지하는 국내 패션은 2Q26 12% 성장했고, 외국인 매출은 1Q26 +92%(비중 5.2%), 2Q26 +108%(7.1%)로 고성장을 이어갔다. 명동 본점(외국인 비중 29%)과 부산(9.4%) 등 핵심 점포가 특히 인바운드 성장을 견인하고 있다. 이는 환율 효과뿐 아니라 K-패션과 차별화된 브랜드 경쟁력에 기반한 수요 확대라는 점에서 의미가 크다.

할인점: 경쟁 완화가 기존 점포의 수익성을 높인다

할인점은 홈플러스 폐점에 따른 반사수혜가 본격화되고 있다. 2Q26 기존점 성장률은 +0.7%였지만, 홈플러스 인접 점포는 +4~5% 성장한 반면 비경쟁 점포는 -2%를 기록하며 수혜가 뚜렷하게 나타났다. 유입 고객이 정착하면 기존 점포에서 추가 매출을 확보해 성장률 정상화 이후에도 높아진 매출 수준과 고정비 흡수 효과를 유지할 수 있다. 3분기 흑자 전환 전망을 반영해 할인점 영업이익이 2025년 70억원 적자에서 2026년 201억원 흑자로 돌아설 것으로 추정한다.

홈쇼핑: 편성 재편이 이익 체력을 높인다

홈쇼핑은 건강기능식품·뷰티 중심의 편성과 비용 관리로 수익성이 개선되고 있다. 2Q26 순매출은 3.3% 증가했지만 영업이익은 62.7% 늘었고, 영업이익률은 5.3%에서 8.3%로 올랐다. 2026년 영업이익은 771억원으로 321억원 증가해 연결 증익의 약 13%를 담당할 전망이다. 하반기는 308억원(3분기 150억원·4분기 158억원)으로, 상반기 9.8% 수익성이 유지된다고 가정하지 않고 전년 대비 이익률 개선폭 축소를 반영했다. 롯데온의 광고 수익 확대와 손실 축소는 추가 개선 요인이다.

결산기 (12월)	2024	2025	2026F	2027F	2028F
매출액 (십억원)	13,987	13,738	14,323	14,827	15,268
영업이익 (십억원)	473	547	789	875	966
영업이익률 (%)	3.4	4.0	5.5	5.9	6.3
순이익 (십억원)	-968	52	290	340	409
EPS (원)	-34,219	1,822	10,262	12,017	14,454
ROE (%)	-7.7	0.3	1.9	2.2	2.6
P/E (배)	-	39.8	8.0	6.8	5.7
P/B (배)	0.1	0.1	0.2	0.1	0.1
배당수익률 (%)	7.0	5.5	5.6	5.6	5.6

주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익
자료: 롯데쇼핑, 미래에셋증권 리서치센터

Valuation

동사에 대해 투자의견 매수, 목표주가 119,000원을 제시한다. 1) 연결 영업이익의 85%(2026F 기준)를 만드는 백화점이 외국인·내수 동반 호조로 두 자릿수 성장하며 실적을 견인하고, 2) 할인점이 홈플러스 폐점에 따른 반사수혜로 2025년 70억원 적자에서 2026년 201억원 흑자로 전환하며, 3) 2026년 증익의 31%가 비백화점(기타·연결조정 포함)에서 발생하며 다각화가 상쇄에서 기여로 돌아서기 때문이다. 목표주가는 2Q26 BPS 540,925원에 PBR 0.22배를 적용했다.

표 50. Valuation Table

항목	값	비고
2Q26 지배주주지분 (억원)	153,021	2026.6월 말 연결 기준
BPS (원)	540,925	지배주주지분 ÷ 28,289천주
목표 PBR (배)	0.22	4Q25 실적 발표(2026.2.6) 이후 월말 주가(2~9월 말, 10월은 10.26 종가) ÷ 2Q26 BPS 평균
목표주가 (원)	119,000	BPS × 목표 PBR
현재주가 (원)	81,400	2026.10.26 종가
현재 PBR (배)	0.15	
상승여력 (%)	46.2	
(참고) 2026E EPS (원)	10,262	지배주주순이익 2,903억원 기준, P/E 7.9배

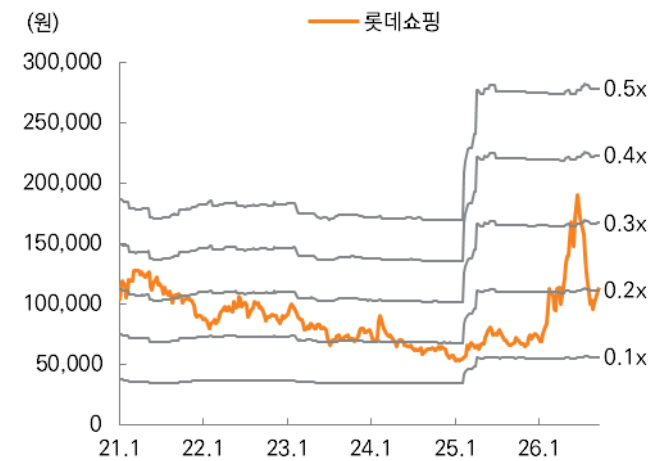
자료: 미래에셋증권 리서치센터

동사의 밸류에이션은 P/E보다 PBR이 적합하다. 리스 포함 순차입금이 약 12.0조원(2011년 3.1조원에서 2021년 이후 투자 확대에 약 네 배 증가)에 이르고 재평가자산 비중이 커, EV 기준 배수는 자본구조 가정에 따라 지분가치가 크게 흔들려 피어 비교 가능성이 낮다.

P/E 역시 활용도가 제한적이다. 자산재평가와 손상차손으로 순이익 변동성이 크기 때문이다. 지배주주순이익은 2024년 9,680억원 적자에서 2025년 흑자로 전환했고 2026년에는 2,903억원까지 증가할 전망이다. 이 과정에서 단년도 EPS는 영업이익의 방향보다 영업외 손익과 자산 관련 손익에 크게 좌우된다.

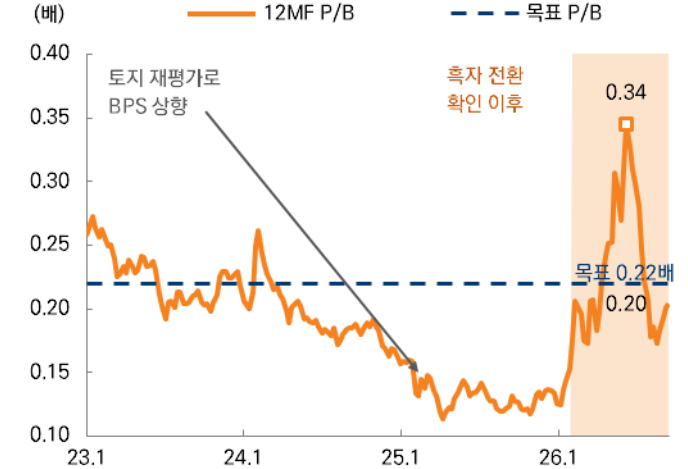
동사는 재평가잉여금 7.7조원으로 순자산이 크다. 목표주가 119,000원은 2Q26 지배주주지분 15조 3,021억원 기준 BPS(540,925원, 28,289천주)에 PBR 0.22배를 적용하였다. 0.22배는 4Q25 실적 발표(2월 6일) 이후 평가 기준일(10월 26일)까지의 월말 주가를 2Q26 BPS로 나눈 평균이다. 분기 영업이익은 2Q25(-28%)와 3Q25(-16%)에 줄다가 4Q25 +55%, 1Q26 +71%, 2Q26 +121%로 돌아섰고, 지배주주순이익은 2025년 연간 흑자로 전환했다. 토지 재평가로 바뀐 자산 기준은 BPS에 반영하고, 배수는 실적 회복이 확인된 이후의 평가 수준을 참고했다. 백화점과 비백화점의 이익 개선이 이어지고 현금흐름이 개선될 것으로 판단해 해당 수준의 회복을 가정했다.

그림 112. 롯데쇼핑 12MF P/B 밴드



주: 블룸버그 컨센서스 12개월 선행 BPS 기준, 주간. 2024년 말 토지 재평가로 BPS 상향
자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

그림 113. 롯데쇼핑 12MF P/B와 목표 0.22배



주: 블룸버그 컨센서스 12개월 선행 BPS 기준, 주간.
음영은 4Q25 실적 발표(2026.2.6) 이후.
목표 0.22배는 월말 주가(2~9월 말, 10.26 종가) ÷ 2Q26 BPS 평균(0.221배)을 반올림한 값
자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

PBR 평가의 핵심은 자산의 이익 창출력이다. 당사는 재평가가 반영된 토지·건물 등 대규모 자산을 보유하고 있어 장부가치 대비 낮은 주가만으로 투자 매력을 판단하기 어렵다. 백화점에서는 기존점 매출 증가가 이익률 개선으로 연결되고 있으며 홈쇼핑은 상품 구성과 비용 관리로 수익성을 높이고 있다. 이러한 변화가 지속될 경우 낮은 자산 수익성을 근거로 적용된 할인 부담이 완화될 수 있다고 판단한다.

과거에는 백화점이 증익해도 나머지 사업부의 적자가 이를 상쇄했다. 2026년에는 연결 영업이익 증가분의 31%가 비백화점(기타·연결조정 포함)에서 발생하고 할인점과 컬처웍스가 흑자로 전환할 전망이다. 비백화점 손익 개선은 대규모 자산 매각이나 추가 재평가 없이 기존 자산의 수익성을 높이는 변화로, 낮은 PBR을 정당화해온 자산 수익성의 훼손 폭이 줄어들 것이라는 의미다.

목표 PBR 0.22배는 당사의 자산 수익성 개선 전망과 부합하는 수준이다. 비백화점 사업 전체의 정상화나 대규모 자산 매각의 실현을 전제하지 않았다. 추가적인 평가 상승에는 두 가지가 필요하다. 국내 할인점의 흑자가 경쟁사 재개장 이후에도 연간 이익으로 유지되거나, 영업현금흐름에서 투자와 리스 지급을 충당한 이후 순차입금이 의미 있게 줄어야 한다. 2분기 말 리스 포함 순차입금은 약 11.97조원으로 여전히 큰 만큼 이익 증가의 현금 전환이 중요하다. 10월 29일 결정한 부산 센텀시티점 매각은 저수익 점포를 정리하고 핵심 점포에 투자를 집중하는 조치로, 매각 대금은 순차입금 축소에 일부 기여할 전망이다.

실적 전망

연결 순매출은 2025년 13.74조원에서 2026년 14.32조원, 2027년 14.83조원으로 증가할 전망이다. 백화점의 기존점 성장과 외국인 매출 증가, 할인점의 경쟁 완화가 하이마트 등 일부 사업부의 부진을 상쇄한다. 영업이익은 2025년 5,470억원에서 2026년 7,894억원(+44.3%), 2027년 8,754억원(+10.9%)으로 늘고 영업이익률은 4.0%에서 5.5%, 5.9%로 개선될 것으로 추정한다. 2026년 하반기 영업이익은 4,465억원으로, 상반기 3,429억원에 이어 이익 증가가 지속되는 경로를 적용했다.

백화점 외국인 매출 비중은 2026년 7.0%, 2027년 8.8%를 적용했다. 명동 본점에서 나타난 외국인 침투율 상승이 부산 등 주요 점포로 확산되는 경로다. 내국인 매출도 함께 증가하고 있어 외국인 비중의 상승 속도 자체는 점진적으로 가정했다.

표 51. 롯데쇼핑 연간 실적 전망

(십억원)

	2025	2026F	2027F	2028F
순매출액	13,738	14,323	14,827	15,268
백화점	3,339	3,612	3,833	3,995
할인점	5,471	5,696	5,841	5,965
이커머스	109	107	110	114
홈쇼핑	902	928	957	984
컬처웍스	434	501	521	537
하이마트	2,300	2,261	2,316	2,386
수퍼	1,226	1,254	1,286	1,324
기타/연결조정	(44)	(35)	(36)	(38)
영업이익	547	789	875	966
영업이익률 (%)	4.0	5.5	5.9	6.3
백화점	504	670	723	765
할인점	(7)	20	30	50
이커머스	(29)	(24)	(15)	(9)
홈쇼핑	45	77	84	91
컬처웍스	(11)	7	4	9
하이마트	10	(8)	(3)	7
수퍼	8	3	8	10
기타/연결조정	27	44	44	44
세전이익	83	478	574	691
지배주주순이익	52	290	340	409
EPS (원)	1,823	10,262	12,017	14,454

주: 2025년 영업이익은 발표 기준(연결조정 반영). 자료: 롯데쇼핑, 미래에셋증권 리서치센터

표 52. 롯데쇼핑 분기 및 연간 실적 전망

(십억원)

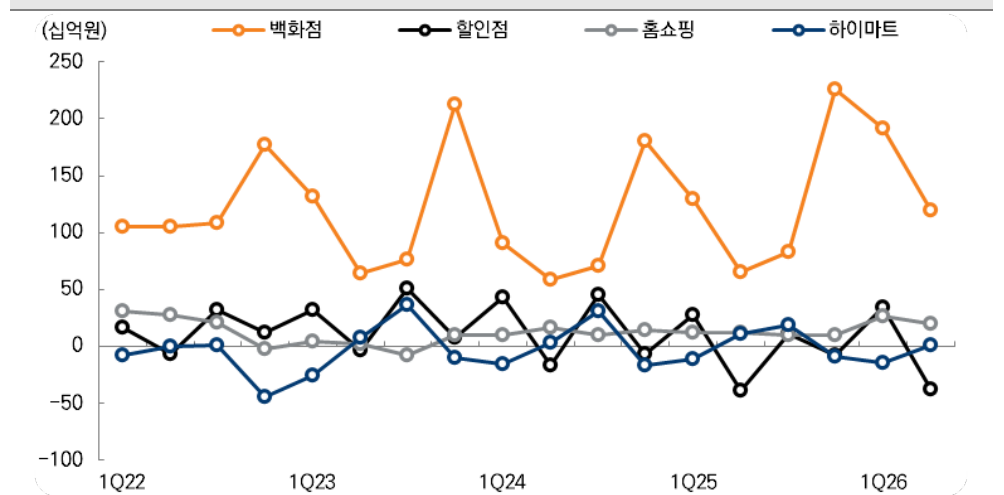
	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26	3Q26F	4Q26F	2024	2025	2026F	2027F
매출액	3,457	3,350	3,410	3,522	3,581	3,485	3,552	3,704	13,987	13,738	14,323	14,827
백화점	806	816	765	952	872	891	827	1,022	3,319	3,339	3,612	3,833
할인점	1,487	1,295	1,334	1,355	1,526	1,330	1,410	1,431	5,576	5,471	5,696	5,841
이커머스	28	27	23	32	27	26	22	31	120	109	107	110
홈쇼핑	228	231	211	232	232	239	218	239	925	902	928	957
컬처웍스	86	92	128	128	125	106	138	132	452	434	501	521
하이마트	529	594	652	524	497	591	633	540	2,357	2,300	2,261	2,316
수퍼	305	309	314	299	306	313	315	320	1,296	1,226	1,254	1,286
기타/연결조정	(13)	(14)	(16)	(1)	(3)	(11)	(10)	(11)	(58)	(44)	(35)	(36)
영업이익	148	41	131	228	253	90	159	287	473	547	789	875
영업이익률 (%)	4.3	1.2	3.8	6.5	7.1	2.6	4.5	7.7	3.4	4.0	5.5	5.9
세전이익	45	(24)	(15)	78	180	19	82	196	(1,021)	83	478	574
지배주주순이익	16	(20)	(57)	112	128	(3)	49	116	(968)	52	290	340

주: 4Q25~2025년 영업이익은 발표 기준. 4Q 세전이익은 연말 손상차손 등 기타영업외손익 포함.

자료: 롯데쇼핑, 미래에셋증권 리서치센터

2026년 사업부별 영업이익은 백화점 6,702억원, 홈쇼핑 771억원, 할인점 201억원으로 예상한다. 백화점의 하반기 이익은 3,593억원, 홈쇼핑은 308억원, 할인점은 241억원을 반영했다. 이커머스는 연간 237억원, 하이마트는 부동산 경기 둔화에 따른 대형가전 수요 부진을 반영해 82억원의 영업손실을 추정하며 컬처웍스는 연간 65억원, 수퍼는 34억원의 영업이익을 예상한다. 핵심 사업의 증익과 일부 손실 사업부의 개선이 병행되지만 모든 사업부의 흑자 전환을 전제하지는 않는다.

그림 114. 롯데쇼핑 사업부별 영업이익

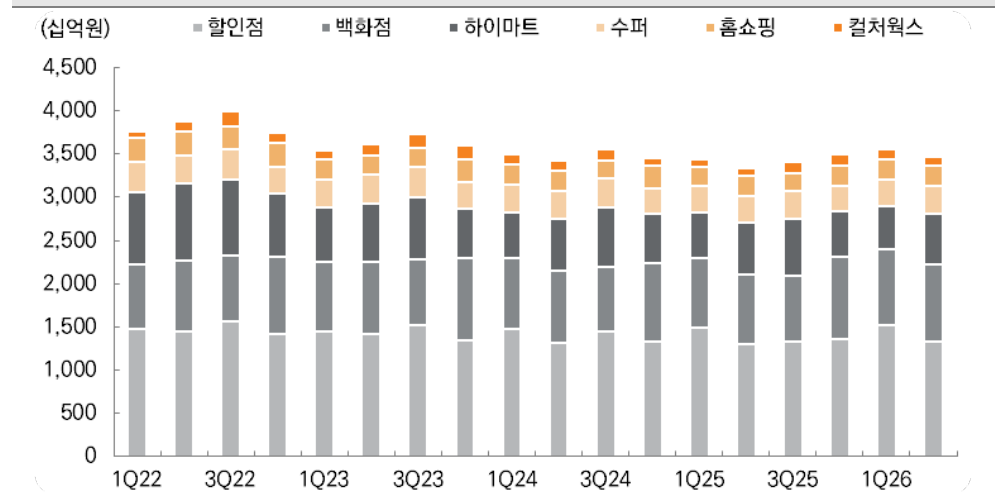


자료: 롯데쇼핑, 미래에셋증권 리서치센터

2026년 연결 영업이익 증가분 2,424억원 중 백화점이 1,660억원, 홈쇼핑이 321억원을 담당한다. 두 사업의 합산 기여는 약 82%다. 나머지는 상반기 분기 100~120억원 수준을 유지한 기타·연결조정(+169억원)과 할인점(+271억원)·컬처웍스(+171억원)·이커머스(+56억원)의 개선을 하이마트(-179억원)·수퍼(-46억원)가 상쇄한 결과다. 사업부 기준 비백화점 기여는 25%, 기타·연결조정을 포함하면 31%로 상쇄에서 기여로 돌아선 것은 맞지만, 사업부별 회복 속도의 차이를 반영하면 연결 증익의 지속성은 백화점과 홈쇼핑의 이익 수준 유지에 우선적으로 달려 있다.

지배주주순이익은 2025년 516억원에서 2026년 2,903억원으로 증가할 것으로 추정한다. 영업이익 증가에 기타영업외손실 정상화(-1,793억원→-372억원)가 더해지는 경로이며, 지분법이익은 1,643억원에서 1,391억원으로 줄어드는 것으로 보수적으로 가정했다. 상반기 세전이익은 1,996억원, 지배주주순이익은 1,254억원이었으며, 2Q26에는 연결 순이익 146억원에도 비지배지분 귀속이 175억원에 달해 지배주주순이익이 28억원 적자를 기록했다. 하반기 이후 지배지분율은 실적(FY25 70%, 상반기 79%)에 가까운 80%를 적용했으며, 홈쇼핑(비지배 46.5%)·하이마트(34.7%)·해외 법인의 손익 배분에 따라 변동할 수 있어 분기마다 재점검이 필요하다. 다만 이자비용과 개발사업 손익, 연말 손상차손에 따라 변동할 수 있으며 연결 자회사의 이익 중 비지배지분 귀속분을 구분해야 한다. 순이익 증가율 전체를 반복 가능한 본업 성장률로 해석하기보다 영업이익과 금융·지분법손익을 함께 확인할 필요가 있다.

그림 115. 롯데쇼핑 사업부별 매출 구성



자료: 롯데쇼핑, 미래에셋증권 리서치센터

투자포인트

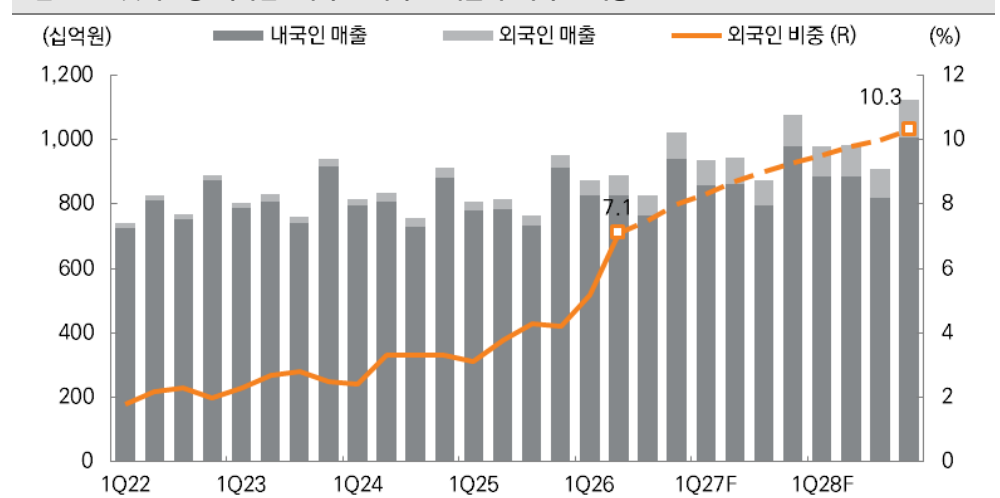
투자포인트 1. 백화점: 패션 회복과 외국인 유입이 이익을 확대한다

백화점은 외국인 매출 증가에 내국인 패션 소비 회복이 더해지며 이익 증가 폭이 확대되고 있다. 동사 백화점의 국내 패션 매출 비중은 약 45%로, 해외 패션 약 19%를 상회한다. 2분기 국내 패션 매출은 12% 증가했으며 여성 패션 16%, 남성 패션 11%, 아동·스포츠 9%의 신장률을 기록했다. 매출 비중이 큰 고마진 상품군의 판매가 회복되면서 매출총이익 증가를 뒷받침하고 있다.

수요의 기반도 넓다. 2Q26 전체 기존점 매출 성장률 15%(총매출 기준) 가운데 회사 설명상 내국인 기여는 약 11%p, 외국인은 약 4%p다. 당사 모델의 내국인 순매출 증가율도 1Q26 5.8%, 2Q26 5.5%로, 외국인 수요가 증가하는 가운데 기존 내수 수요도 함께 회복되는 구조다. 내국인 매출이 늘어 외국인 비중의 상승 속도가 완만해지더라도 백화점의 전체 이익 증가에는 긍정적이다.

외국인 매출은 1분기 92%, 2분기 108% 증가했고 전점 매출 비중은 5.2%에서 7.1%로 높아졌고, 7월에는 8.1%까지 확대됐다. 2분기 본점의 외국인 비중은 29%, 잠실점은 8.0%, 부산 3개점 합산은 9.4%를 기록했다. 가격 경쟁력에 더해 K-패션과 스포츠·캐주얼 브랜드에 대한 수요가 유입되고 있다. 동사는 외국인 유치를 위해 투어리스트 멤버십 카드에 교통카드 기능을 결합해 10만 장을 발급했고, 중국 가오더지도와 다중덴핑에서 방문 전 광고를 집행하며 라인페이와 유니온페이 QR 결제도 도입해 핵심 점포의 고객 유입을 지원한다. 반면 중소형 지방 점포는 외국인 유입이 거의 없어, 본점에서 확인된 높은 침투를 전점 평균이 희석한다.

그림 116. 롯데쇼핑 백화점: 내국인·외국인 매출과 외국인 비중



외국인 수요가 단순 환율 효과에 그치지 않는다는 점이 중요하다. 근거는 가격과 브랜드에 있다. 회사에 따르면 환율이 1,400원 초중반만 유지돼도 한중일 중 한국의 명품과 의류 가격이 가장 낮아 가격 경쟁력이 유지되고, K-패션과 콘텐츠의 위상 강화로 외국인이 소비를 확장해 자국에 없는 브랜드(알로 등 프리미엄 요가웨어)를 목적으로 한국을 찾는 수요가 늘고 있다. 글로벌 브랜드도 한국에 우선적으로 상품과 라인업을 공급하면서 동일 브랜드를 한국에서 구매하는 수요가 확대되고 있다. 외국인 매출 역시 특정 명품군에 집중되지 않고 복수 상품군에서 증가하고 있어, 외국인 비중 상승이 상품 믹스 악화로 연결되는 현상은 확인되지 않는다.

다만 외국인 비중 상승의 속도에는 분모 효과가 작용한다. 외국인 매출이 100%씩 신장해도 백화점 매출의 93%를 차지하는 내수가 기준점 기준 약 11%p(2Q 기준점 +15% 중 내국인 기여), 순매출 기준으로도 1Q +5.8%·2Q +5.5% 성장하고 있어 비중 상승을 제약한다. 비중이 더디게 오르는 것은 외국인이 부진해서가 아니라 내수가 함께 성장하고 있기 때문이며, 이는 이익 측면에서는 오히려 유리하다. 당사는 백화점 외국인 비중을 2026F 7.0%, 2027F 8.8%, 2028F 9.9%로 추정했다. 외국인이 기존 내수 수요를 대체하기보다 추가 매출로 유입되는 구간에서는 기준점 성장과 고정비 레버리지가 동시에 나타날 수 있다.

표 53. 백화점의 매출 성장과 이익 개선

지표	1Q26	2Q26
기준점 매출 성장률 %	13	15
내국인 성장 기여도 %p	약 10	약 11
외국인 성장 기여도 %p	약 3	약 4
외국인 매출 비중 %	5.2	7.1

주: 기준점 성장률과 기여도는 회사 관리 총매출 기준. 외국인 비중은 회사가 제시한 전점 기준.
자료: 롯데쇼핑

매출 회복은 영업이익률 개선으로 이어지고 있다. 2분기 국내 백화점 순매출은 8,556억원으로 8.8% 증가했고 영업이익은 1,123억원으로 77.6% 늘었다. 영업이익률은 전년 동기 8.0%에서 13.1%로 5.1%p 상승했다. 상반기에도 순매출이 8.4% 증가하는 동안 영업이익은 54.8% 늘었다. 과거 점포 폐점과 인력 효율화를 거친 이후 고마진 패션을 포함한 전 상품군의 매출이 회복되면서 기존 비용을 흡수하는 효과가 나타나고 있다.

이익 개선의 전제는 고마진 패션의 절대 매출 증가와 비용 증가율의 통제다. 회사는 2분기 상품 마진 구성에 큰 변화가 없다고 설명했다. 따라서 패션 비중 자체의 상승이나 외국인의 높은 구매 마진을 추가로 가정하기보다, 현재 상품 구성을 유지하는 가운데 기준점 매출이 늘어나는 효과를 반영했다. 연결 기준으로도 상반기 매출총이익이 5.5% 증가한 반면 판관비 증가는 0.8%에 그쳐 수익성 개선을 뒷받침했다.

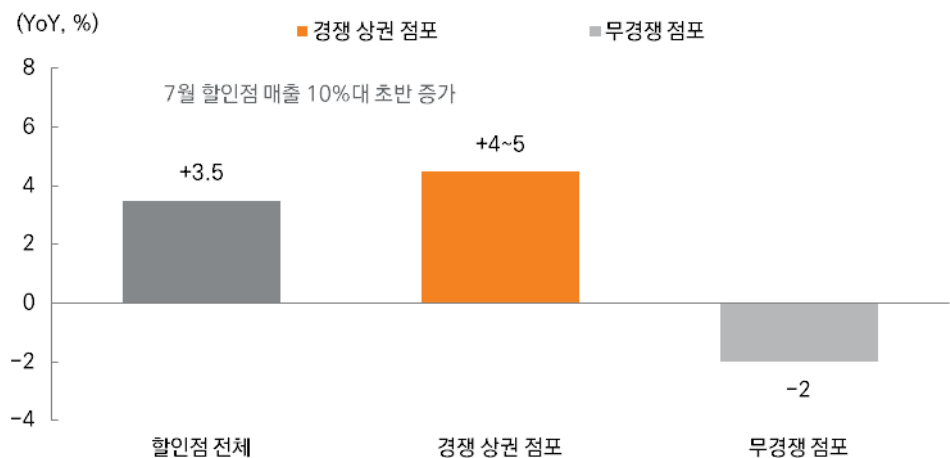
당사는 백화점 외국인 매출 비중을 2026년 7.0%, 2027년 8.8%로 추정한다. 핵심 점포의 외국인 매출 확대와 내국인 패션 소비 회복을 반영해 2026년 국내외 백화점 합산 영업이익을 6,702억원으로 예상한다. 전년 대비 증가액은 1,660억원으로 연결 증익의 약 68%에 해당한다. 외국인 침투율과 패션 매출이 함께 높아지는 동안 기존 점포의 이익 증가가 이어질 전망이다.

투자포인트 2. 할인점: 경쟁 완화가 기존 점포의 수익성을 높인다

할인점은 경쟁사의 영업 축소로 유입된 고객을 기존 점포에서 확보하는 국면이다. 2분기 롯데마트 기존점 매출은 약 0.7% 증가했지만 홈플러스 경쟁 여부에 따라 실적 차이가 뚜렷했다. 홈플러스 인접·폐점 상권의 점포는 4~5% 성장한 반면 비경쟁 상권은 2% 역성장했다. 약 6~7%p의 성장률 차이는 경쟁 완화가 롯데마트의 매출에 기여하고 있음을 보여준다.

홈플러스의 영업 중단 범위가 확대되면서 격차는 하반기 들어 커지고 있다. 5월 37개점의 영업을 추가 중단하고 7월 13일 잔여 60여개점의 영업을 중단하면서 롯데마트의 반사수혜가 확대됐고, 7월 매출도 10%대 초반 증가했다. 여기에 지난해 소비쿠폰에서 마트가 사용처로 제외됐던 기저효과가 반대로 작용하고, 자체 개발한 시그니처 PB가 고객 신뢰를 얻고 있다. 기존 할인점 3위 사업자였던 동사가 홈플러스 붕괴로 자연스럽게 2위로 올라서는 구간이다. 다만 잔여 67개점이 8월 13일 정식 재개장하면서 반사수혜의 일부는 되돌려질 수 있다. 재개장 이후 첫 온기 월인 9월에도 대형마트 점포당 매출은 19.3% 늘었지만, 추석 이동 효과가 섞여 있어 재개장 영향을 판단하기는 이르고 10월은 전년 추석 기저(+9.6%)로 일시 감소할 수 있다. 당사는 반사수혜를 구조적 성장이 아닌 단기 모멘텀으로 보고 FY27 할인점 영업이익을 300억원으로 제한했다.

그림 117. 롯데마트: 홈플러스 경쟁 상권 점포만 성장



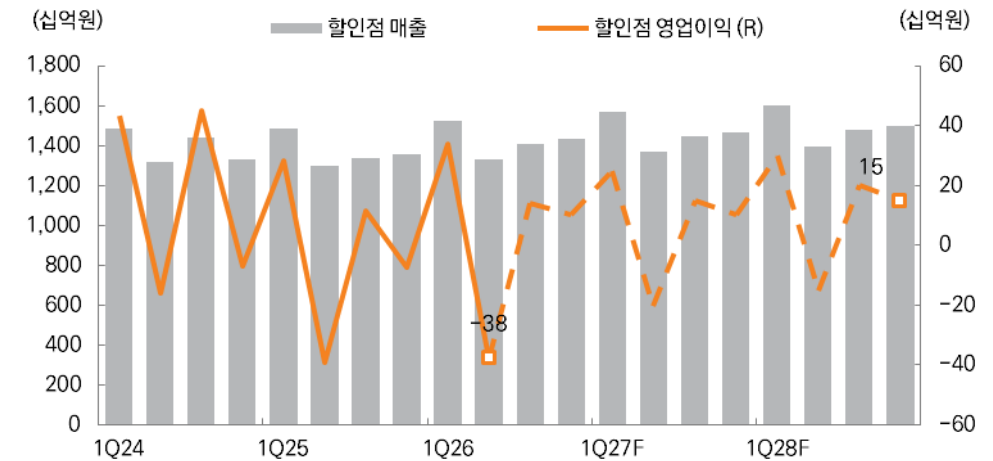
주: 할인점 전체는 2Q26. 경쟁 상권 = 홈플러스 경쟁 상권, 4~5% 범위의 중간값으로 표시

자료: 롯데쇼핑, 미래에셋증권 리서치센터

2분기 말 국내 할인점은 112개점으로 전년 동기와 동일하다. 고객 유입에 따른 추가 매출을 기존 점포에서 확보하면 임차료와 설비 등 주요 고정비의 추가 부담을 제한할 수 있다. 이전된 고객이 정착할 경우 기저효과가 소멸한 이후에도 점포당 매출은 기존 수준을 상회할 수 있다. 향후 이익의 지속성은 유입 고객의 재방문과 추가 매출을 확보하는 데 필요한 판촉·인건비에 따라 결정될 것으로 판단한다.

국내 할인점의 회복은 실적에도 반영되고 있다. 2분기 순매출은 9,789억원으로 전년 대비 3.5% 증가했고, 영업손실은 422억원으로 58억원 축소됐다. 상반기 영업손실은 334억원으로 78억원 개선됐다. 하반기에는 경쟁 완화와 자체 상품 판매 호조가 매출을 뒷받침할 전망이다. 추석 수요가 반영되는 3분기에는 국내 할인점의 분기 흑자 전환을 예상한다.

그림 118. 롯데쇼핑 할인점 분기 매출과 영업이익



주: 국내외 할인점 합산. 3Q26부터 당사 추정(점선)

자료: 롯데쇼핑, 미래에셋증권 리서치센터 추정

국내 수혜와 해외 손익은 구분할 필요가 있다. 2분기 베트남 할인점 영업이익은 118억원으로 37억원 증가했지만 인도네시아는 75억원의 영업손실을 기록해 전년 대비 83억원 악화됐다. 인도네시아의 소비 위축이 베트남의 증익을 상쇄하면서 해외 할인점 영업이익은 43억원으로 46억원 감소했다. 국내 개선에도 국내외 할인점 합산 손실이 378억원에 머문 이 유다.

표 54. 국내외 할인점의 2분기 영업이익 변화

구분	2Q26 억원	전년 대비 억원
국내 할인점	-422	+58
베트남 할인점	118	+37
인도네시아 할인점	-75	-83
국내외 할인점 합산	-378	+11

주: 회사 공시 반올림 수치로 합계 및 증감액에 차이가 있을 수 있음. 희망퇴직 비용 82억원은 마트·슈퍼 합산이며 국내 할인점에 전액 배분하지 않음.

자료: 롯데쇼핑 2Q26 IR

하반기에는 오카도 스마트센터의 초기 비용도 반영된다. 8월 7일 가동을 시작한 스마트센터는 주문과 배송 범위를 확대할 수 있지만 투자 감가상각과 운영비가 먼저 발생한다. 당사는 국내 고객 유입과 베트남 성장에 따른 개선분에서 인도네시아 부진과 신규 비용 부담을 차감해 2026년 할인점 합산 영업이익을 201억원으로 추정한다. 상반기 40억원 적자에서 하반기 241억원 흑자로 전환하는 경로다.

연간 이익률은 약 0.4%로 낮지만 이는 국내 수혜에 해외 부진과 초기 투자비용이 함께 반영된 결과다. 2025년 70억원 적자에서 2026년 201억원 흑자로 전환하면 연결 영업이익에 271억원을 더한다. 홈플러스 상권의 고객 유지율이 높고 스마트센터 비용이 예상 범위 내에서 관리될 경우 국내 할인점의 추가 이익 개선 여지가 있다.

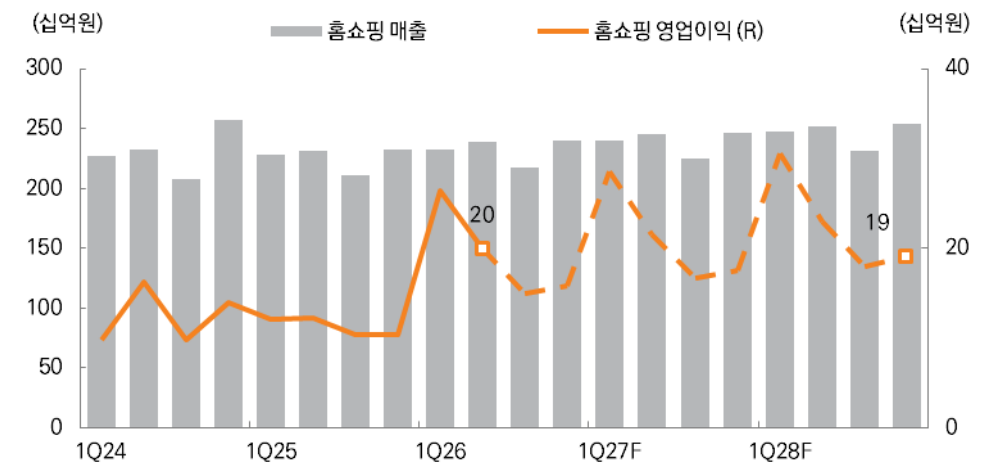
투자포인트 3. 홈쇼핑: 편성 재편이 이익 체력을 높인다

홈쇼핑은 건강기능식품과 뷰티 중심의 상품 편성 재편을 통해 수익성이 개선되고 있다. 2분기 순매출은 2,386억원으로 3.3% 증가했고 영업이익은 199억원으로 62.7% 늘었다. 영업이익 증가액은 77억원이며 영업이익률은 5.3%에서 8.3%로 3.1%p 상승했다. 고마진 상품의 편성을 늘려 시간당 효율을 높이고 판관비를 절감한 결과다.

이익 개선은 채널 전반의 판매 회복 없이 나타나고 있다. 회사가 영업현황에서 제시한 2분기 채널별 매출 신장률은 Live TV -8%, e커머스 -3%, T커머스 -6%다. 판매 규모가 줄어드는 환경에서도 순매출과 이익이 함께 증가했다는 점은 상품 구성과 비용 관리의 중요성을 보여준다. 향후에도 고마진 편성의 판매 효율이 유지되면 낮은 외형 성장률에서 이익을 확보할 수 있다.

상반기 영업이익은 463억원으로 전년 대비 90.5% 증가했으며 영업이익률은 9.8%를 기록했다. 당사는 연간 영업이익을 771억원으로 추정한다. 하반기 영업이익은 308억원(3분기 150억원, 4분기 158억원)으로 전년 하반기 207억원 대비 48.9% 증가하지만, 절대 이익은 올해 상반기 463억원보다 155억원 낮은 수준이다.

그림 119. 롯데쇼핑 홈쇼핑 분기 매출과 영업이익



주: 3Q26부터 당사 추정(점선)

자료: 롯데쇼핑, 미래에셋증권 리서치센터 추정

하반기 전망은 상반기에 높아진 수익성이 그대로 유지된다고 전제하지 않았다. 당사는 하반기 순매출 증가율을 상반기 순매출 증가율(1분기 +2.1%, 2분기 +3.3%)에 가까운 +3%로 두고, 영업이익률은 전년 동기 대비 개선폭이 1분기 +6.0%p에서 2분기 +3.1%p로 축소돼 온 경로를 연장해 3분기 6.9%(전년 4.9%), 4분기 6.6%(전년 4.5%)를 적용했다. 고마진 상품 편성과 판관비 절감에 따른 전년 대비 개선은 반영하되, 상반기 평균 9.8%가 하반기에도 지속된다고는 가정하지 않은 것이다.

4Q25 순매출이 전년 대비 9.6% 감소한 기저를 감안하면 4분기 외형 회복은 추정치의 상방 요인이며, 2분기 이익률 8.3%가 하반기에도 유지될 경우 연간 영업이익은 800억원대로 높아질 수 있다. 건기식·뷰티 판매 효율과 수수료 조건, 방송 관련 비용이 핵심 변수다.

홈쇼핑의 연간 증익 321억원은 연결 영업이익 증가분의 약 13%이며 할인점 증익 271억원의 약 1.2배다. 백화점 외에서 가장 큰 이익 증가를 담당하는 사업으로 평가한다. 이후 성장의 핵심은 개선된 상품 구성과 비용 구조를 유지하는 데 있으며, 당사는 영업이익이 2027년 842억원, 2028년 906억원까지 증가할 것으로 추정한다.

롯데온의 수익성 개선은 추가 기여 요인이다. 2분기 이커머스 영업손실은 74억원으로 10억원 축소됐고 상반기 손실은 132억원으로 38억원 줄었다. 패션·뷰티 집중과 광고 수익 확대, 온누리관 거래액 호조가 수익성 개선을 뒷받침했다. 연간 영업손실은 237억원으로 추정하며 연간 흑자 전환은 반영하지 않았다. 홈쇼핑의 이익 증가와 이커머스의 손실 축소가 병행되면 백화점 이익에 대한 다른 사업부의 상쇄 부담도 완화될 전망이다.

실적리뷰

2Q26 Review: 일회성 228억을 안고도 영업이익 두 배

2Q26 연결 매출은 3조 4,850억원으로 전년 대비 4.0% 증가했고 영업이익은 899억원으로 121.2% 늘었다. 당기순이익은 146억원으로 흑자 전환했다. 마트·슈퍼 희망퇴직 비용 82억원과 컬처웍스 콘텐츠 재고손실 146억원 등 총 228억원의 일회성 비용이 반영됐다.

표 55. 롯데쇼핑 2Q26 실적 요약 (억원)

구분	2Q26	전년 대비
연결 매출	34,850	+4.0%
영업이익	899	+121.2%
당기순이익	146	흑자전환
지배주주순이익	-28	적자 지속
국내 백화점 매출	8,556	+8.8%
국내 백화점 영업이익	1,123	+77.6%
국내 할인점 매출	9,789	+3.5%
국내 할인점 영업이익	-422	+58억원
홈쇼핑 매출	2,386	+3.3%
홈쇼핑 영업이익	199	+62.7%
하이마트 영업이익	10	-90.7%
컬처웍스 영업이익	-137	-

주: 일회성 비용 228억원(희망퇴직 82억원, 컬처웍스 콘텐츠 재고손실 146억원) 포함.

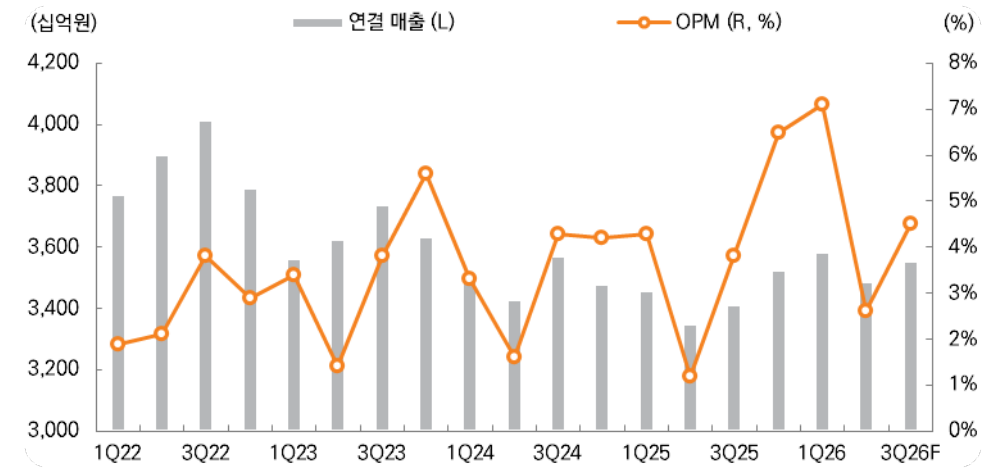
자료: 롯데쇼핑, 미래에셋증권 리서치센터

백화점이 증익을 주도했다. 국내 백화점 매출은 8,556억원으로 8.8% 증가했고 영업이익은 1,123억원으로 77.6% 늘었다. 기존점 매출은 15% 증가했다. 대형점과 외국인 매출 증가가 동시에 나타났으며, 본점 외국인 매출은 120% 증가해 전체 매출의 29%를 차지했다. 해외 백화점도 매출 356억원(+20.6%), 영업이익 74억원(+309.7%)으로 개선됐다. 롯데몰 웨스트레이크 하노이의 영업이익은 50억원으로 분기 최대치를 기록했다.

할인점은 적자 폭이 줄었다. 국내 할인점 매출은 9,789억원으로 3.5% 증가했고 영업손실은 422억원으로 전년 대비 58억원 개선됐다. 마트·수퍼 합산 실적에는 희망퇴직 비용 82억원이 포함돼 있어, 일회성 비용의 사업별 배분을 확인한 뒤 정상 이익을 비교할 필요가 있다. 고유가 피해지원금 사용처에서 제외되는 불리한 환경에서도 경쟁 완화와 시그니처 PB 개발이 매출을 밀어올렸다.

홈쇼핑도 매출 2,386억원(+3.3%)에 영업이익 199억원(+62.7%)으로, 건강기능식품과 뷰티 등 고마진 상품 편성 확대가 시간당 효율을 끌어올렸다.

그림 120. 롯데쇼핑 연결 매출과 영업이익률 추이



자료: 롯데쇼핑, 미래에셋증권 리서치센터

반면 슈퍼는 희망퇴직과 시스템 투자 감가상각으로 영업손실 18억원을 냈고, 하이마트는 고마진 대형·생활가전 부진으로 영업이익이 10억원(-90.7%)에 그쳤다. 전년 부가세 환급 효과를 제외하면 매출 +0.6%, 영업이익 -29억원 수준이다. 컬처웍스는 국내 영화 흥행으로 매출이 15.5% 늘었으나 콘텐츠 손실로 137억원 적자를 기록했다.

영업외손익은 -704억원으로 전년 대비 55억원 악화됐다. 순이자손익은 -1,114억원으로 18억원 개선됐지만 지분법손익이 404억원으로 81억원 감소했다. FRL코리아 관련 지분법 이익은 549억원으로 195억원 증가했으나 투티엠 복합개발사업의 손실 319억원 등이 이를 상쇄했다. 세전이익은 194억원, 연결 당기순이익은 146억원으로 흑자 전환했으나, 비지배 지분 귀속이 175억원에 달해 지배주주순이익은 28억원 적자를 기록했다.

3Q26 프리뷰

3분기에는 백화점의 기존점 성장과 할인점의 경쟁 완화가 연결 실적을 뒷받침할 전망이다. 백화점의 럭셔리·외국인 수요는 7월에도 견조했으며, 할인점은 경쟁사 영업 불안에 따른 수요 이전과 자체 상품 경쟁력, 추석 수요가 매출에 기여할 것으로 예상된다. 홈쇼핑은 고마진 편성의 판매 효율이 유지되는지가 이익 수준을 결정할 전망이다. 당사는 3Q26 연결 영업이익을 1,594억원(+22.2%)으로 추정한다. 백화점 1,075억원(+29.2%), 할인점 141억원(영업이익률 1.0%, 전년 동기 115억원 대비 증익), 홈쇼핑 150억원을 반영했으며, 컬처웍스는 2분기 콘텐츠 재고손실이 재발하지 않는다고 보고 62억원, 하이마트는 대형가전 부진 지속을 반영해 95억원(전년 동기 190억원)으로 추정했다. 4Q26F는 백화점 성수기 효과로 2,871억원(+26.1%)을 전망한다. 할인점 이익률을 1% 안팎에 묶어 둔 것은 인도네시아 부진과 오카도 스마트센터 초기 비용을 반영했기 때문이다.

표 56. 롯데쇼핑 3Q26F 사업부별 영업이익 전망 (억원)

구분	3Q26F	비고
연결 영업이익	1,594	+22.2%
백화점	1,075	+29.2%
할인점	141	영업이익률 1.0%, 전년 115
홈쇼핑	150	
컬처웍스	62	콘텐츠 재고손실 재발 없음 가정
하이마트	95	전년 190
(참고) 4Q26F 연결 영업이익	2,871	+26.1%

자료: 미래에셋증권 리서치센터 추정

일시적 비용의 부담도 상반기보다 완화될 것으로 본다. 회사는 2분기 컬처웍스에서 발생한 콘텐츠 재고손실과 유사한 비용이 하반기에 추가로 발생할 가능성을 낮게 봤다. 희망퇴직은 지속될 수 있으나 상반기에 상당 부분 집행해 하반기 규모가 줄어들 것으로 설명했다. 다만 오카도 스마트센터의 감가상각과 운영비가 새로 반영되는 만큼 비용 감소분 전체가 연결 증익으로 남는다고 가정하지 않았다.

기업 개요

롯데쇼핑은 백화점·할인점·슈퍼·이커머스를 운영하고 우리홈쇼핑, 롯데하이마트와 롯데컬처웍스를 연결 자회사로 보유하고 있다. FRL코리아는 지분율 49%의 관계회사로 지분법손익에 반영된다. 우리홈쇼핑 지분율은 53.5%로, 연결 영업이익과 지배주주순이익에 대한 기여를 구분해 볼 필요가 있다. 해외 사업은 베트남과 인도네시아의 백화점·할인점이 중심이다.

2026년 연결 매출은 약 14.3조원으로 예상되지만 백화점 매출 비중은 약 25%에 불과하다. 할인점이 약 40%, 하이마트가 16%, 슈퍼가 9%를 차지한다. 반면 영업이익 대부분은 백화점에서 발생한다. 매출과 이익 기여도의 괴리가 동사 사업구조의 특징이다.

상반기 국내외 백화점 순매출은 연결 매출의 약 25%였지만 영업이익은 3,109억원으로 연결 이익의 약 91%를 차지했다. 홈쇼핑의 이익이 개선됐음에도 국내 할인점, 이커머스 및 하이마트의 손실이 남아 있다. 따라서 이익 구조의 변화는 사업부별로 확인해야 한다. 백화점의 증익과 홈쇼핑의 수익성 개선을 중심에 두고 손실 사업부의 회복 속도를 차별적으로 반영했다.

2010년대 중반 이후 유통 경쟁 심화와 경기 둔화로 다각화 사업의 수익성이 낮아지자 동사는 백화점 약 10개점, 마트 약 20개점과 다수의 슈퍼·하이마트 점포를 정리하고 반복적인 희망퇴직을 시행했다.

리스크

백화점은 내국인 패션 소비와 외국인 유입이 동시에 둔화될 경우 이익 증가 폭이 축소될 수 있다. 원화 강세와 방한 수요 변화는 외국인의 구매 유인에 영향을 주며 핵심 점포의 매출 집중도도 높다. 현재의 이익 개선에는 기존점 성장에 따른 고정비 흡수 효과가 포함되어 있어 매출 둔화 시 이익 민감도를 확인해야 한다.

할인점은 이전된 고객의 정착 여부와 신규 운영비가 변수다. 경쟁 상권의 매출 증가가 일시적인 방문에 그치거나 추가 판촉비가 늘면 증분 매출의 이익 기여가 낮아질 수 있다. 홈플러스 잔여 점포의 재개장 이후 반사수해의 일부가 되돌려질 수 있다. 인도네시아 소비 회복이 지연되거나 오키다 스마트센터의 가동률이 예상보다 낮을 경우 국내 실적 개선이 합산 이익에 충분히 반영되지 못할 수 있다.

홈쇼핑은 고마진 상품의 판매 효율과 비용 통제가 하반기 전망의 핵심이다. 연간 771억원의 영업이익 추정은 하반기 영업이익률이 전년 동기 대비 약 2%p 개선(3분기 6.9%, 4분기 6.6%)된다는 가정에 기반한다. 건기식·뷰티 편성 확대에도 판매가 부진하거나 수수료 조건과 방송 관련 비용이 불리해지면 하향 요인이 된다.

재무 측면에서는 큰 차입금 규모와 개발사업·손상차손의 변동성이 남아 있다. 상반기 순차입금은 증가했으며 순이자손익의 개선 폭도 제한적이었다. 연말 자산 손상과 투티엠 등 투자사업의 추가 비용은 지배주주순이익과 순자산가치에 영향을 줄 수 있다.

롯데쇼핑 (023530)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	2025	2026F	2027F	2028F
매출액	13,738	14,323	14,827	15,268
매출원가	7,075	7,322	7,580	7,805
매출총이익	6,663	7,001	7,247	7,463
판매비와관리비	6,116	6,212	6,372	6,497
조정영업이익	547	789	875	966
영업이익	547	789	875	966
비영업손익	-464	-311	-301	-275
금융손익	-465	-420	-386	-386
관계기업등 투자손익	164	139	124	124
세전계속사업손익	83	478	574	691
계속사업법인세비용	10	114	149	180
계속사업이익	74	365	425	511
중단사업이익	0	0	0	0
당기순이익	74	365	425	511
지배주주	52	290	340	409
비지배주주	22	74	85	102
총포괄이익	-14	504	425	511
지배주주	-10	399	340	409
비지배주주	-4	105	85	102
EBITDA	1,603	1,894	1,958	2,020
FCF	1,072	1,075	965	1,016
EBITDA 마진율 (%)	11.7	13.2	13.2	13.2
영업이익률 (%)	4.0	5.5	5.9	6.3
지배주주귀속 순이익률 (%)	0.4	2.0	2.3	2.7

예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	2025	2026F	2027F	2028F
유동자산	5,195	5,866	5,993	6,168
현금 및 현금성자산	572	1,004	969	996
매출채권 및 기타채권	647	681	703	724
재고자산	1,458	1,534	1,585	1,631
기타유동자산	2,518	2,648	2,736	2,816
비유동자산	32,715	33,261	33,574	33,908
관계기업투자등	1,474	1,550	1,602	1,649
유형자산	24,063	24,359	24,666	24,974
무형자산	788	725	639	583
자산총계	37,910	39,127	39,567	40,076
유동부채	9,990	11,557	11,746	11,918
매입채무 및 기타채무	2,499	2,628	2,716	2,796
단기금융부채	5,352	6,679	6,705	6,729
기타유동부채	2,139	2,249	2,324	2,393
비유동부채	11,054	10,274	10,284	10,292
장기금융부채	8,500	7,643	7,643	7,643
기타비유동부채	2,554	2,632	2,641	2,650
부채총계	21,044	21,832	22,029	22,210
지배주주지분	15,185	15,467	15,677	15,956
자본금	141	141	141	141
자본잉여금	3,574	3,574	3,574	3,574
이익잉여금	7,441	7,598	7,808	8,087
비지배주주지분	1,681	1,829	1,861	1,910
자본총계	16,866	17,296	17,538	17,865

예상 현금흐름표 (요약)

(십억원)	2025	2026F	2027F	2028F
영업활동으로 인한 현금흐름	1,724	1,749	1,639	1,690
당기순이익	74	365	425	511
비현금수익비용가감	1,621	1,417	1,288	1,289
유형자산감가상각비	980	996	997	997
무형자산상각비	76	108	85	56
기타	565	312	205	235
영업활동으로인한자산및부채의변동	46	51	76	69
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	132	-15	-15	-14
재고자산 감소(증가)	20	-72	-51	-47
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	0	26	21	19
법인세납부	-17	-84	-149	-180
투자활동으로 인한 현금흐름	-871	-729	-461	-447
유형자산처분(취득)	-623	-660	-674	-674
무형자산감소(증가)	-46	-11	0	0
장단기금융자산의 감소(증가)	-403	-154	-104	-95
기타투자활동	202	97	317	322
재무활동으로 인한 현금흐름	-1,742	-642	-1,213	-1,216
장단기금융부채의 증가(감소)	-956	467	26	24
자본의 증가(감소)	0	0	0	0
배당금의 지급	-195	-169	-183	-183
기타재무활동	-591	-940	-1,056	-1,056
현금의 증가	-983	432	-35	27
기초현금	1,555	572	1,004	969
기말현금	572	1,004	969	996

자료: 롯데쇼핑, 미래에셋증권 리서치센터

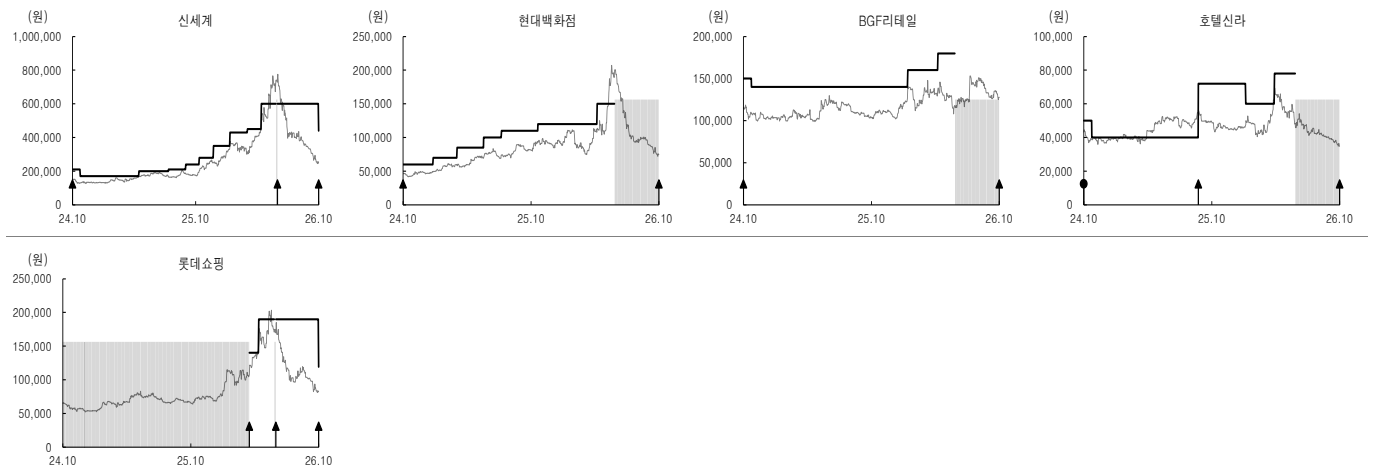
예상 주당가치 및 valuation (요약)

	2025	2026F	2027F	2028F
P/E (x)	39.8	8.0	6.8	5.7
P/CF (x)	1.2	1.3	1.4	1.3
P/B (x)	0.1	0.2	0.1	0.1
EV/EBITDA (x)	9.4	8.2	7.9	7.7
EPS (원)	1,822	10,262	12,017	14,454
CFPS (원)	59,905	62,981	60,548	63,638
BPS (원)	536,921	546,889	554,309	564,166
DPS (원)	4,000	4,600	4,600	4,600
배당성향 (%)	153.7	35.7	30.6	25.4
배당수익률 (%)	5.5	5.6	5.6	5.6
매출액증가율 (%)	-1.8	4.3	3.5	3.0
EBITDA증가율 (%)	0.9	18.1	3.4	3.2
조정영업이익증가율 (%)	15.6	44.3	10.9	10.4
EPS증가율 (%)	흑전	463.1	17.1	20.3
매출채권 회전율 (회)	27.1	31.7	31.5	31.4
재고자산 회전율 (회)	9.2	9.6	9.5	9.5
매입채무 회전율 (회)	11.8	12.0	11.9	11.9
ROA (%)	0.2	0.9	1.1	1.3
ROE (%)	0.3	1.9	2.2	2.6
ROIC (%)	2.1	2.6	2.5	2.7
부채비율 (%)	124.8	126.2	125.6	124.3
유동비율 (%)	52.0	50.8	51.0	51.8
순차입금/자기자본 (%)	67.6	65.6	64.7	63.1
조정영업이익/금융비용 (x)	0.9	1.6	2.1	2.3

투자 의견 및 목표주가 변동 추이

제시일자	투자의견	목표주가(원)	과리율(%)		제시일자	투자의견	목표주가(원)	과리율(%)	
			평균주가대비	최고(최저)주가대비				평균주가대비	최고(최저)주가대비
신세계 (004170)					2024.10.10	매수	60,000	-22.98	-17.17
2026.10.30	매수	440,000	-	-	BGF리테일 (282330)				
2026.06.26	분석 대상 제외		-	-	2026.10.30	매수	185,000	-	-
2026.05.13	매수	600,000	3.15	27.83	2026.06.26	분석 대상 제외		-	-
2026.04.02	매수	450,000	-15.67	-1.00	2026.05.08	매수	180,000	-29.10	-18.89
2026.02.09	매수	430,000	-20.58	-12.44	2026.02.11	매수	160,000	-18.98	-7.63
2025.12.22	매수	350,000	-20.28	-5.86	2025.11.22	1년 경과 이후	140,000	-19.86	-9.86
2025.11.10	매수	280,000	-16.15	-5.18	2024.11.22	매수	140,000	-22.13	-7.29
2025.10.01	매수	240,000	-25.83	-20.00	2024.08.02	매수	150,000	-24.25	-17.80
2025.08.11	매수	210,000	-16.36	-2.14	호텔신라 (008770)				
2025.05.15	매수	200,000	-10.14	-1.10	2026.10.30	매수	55,000	-	-
2024.11.22	매수	170,000	-16.74	1.59	2026.06.26	분석 대상 제외		-	-
2024.10.10	매수	210,000	-31.43	-26.33	2026.04.27	매수	78,000	-25.61	-11.03
현대백화점 (069960)					2026.02.04	매수	60,000	-21.41	3.83
2026.10.30	매수	128,000	-	-	2025.09.22	매수	72,000	-34.50	-22.64
2026.06.26	분석 대상 제외		-	-	2024.11.22	중립	40,000	9.95	36.75
2026.05.07	매수	150,000	-2.90	38.00	2024.10.10	중립	50,000	-16.01	-8.30
2025.11.19	매수	120,000	-22.58	-5.58	롯데쇼핑 (023530)				
2025.08.07	매수	110,000	-26.10	-14.55	2026.10.30	매수	119,000	-	-
2025.06.17	매수	100,000	-24.37	-16.70	2026.06.26	분석 대상 제외		-	-
2025.04.02	매수	85,000	-25.04	-14.82	2026.05.12	매수	190,000	-9.52	7.11
2025.01.24	매수	70,000	-19.60	-12.86	2026.04.15	매수	140,000	-7.16	3.57

* 과리율 산정: 수정주가 적용, 목표주가 대상시점은 1년이며 목표주가를 변경하는 경우 해당 조사분석자료의 공표일 전일까지 기간을 대상으로 함



투자 의견 분류 및 적용 기준

기업	산업
매수 : 향후 12개월 기준 절대수익률 20% 이상의 초과수익의 예상	비중확대 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 대비 높거나 상승
중립 : 향후 12개월 기준 절대수익률 -10~10% 이내의 등락이 예상	중립 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 수준
매도 : 향후 12개월 기준 절대수익률 -10% 이상의 주가하락이 예상	비중축소 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 대비 낮거나 약화

매수(▲), Trading Buy(■), 중립(●), 매도(◆), 주가(—), 목표주가(→), Not covered(■)

* 2025년 5월 12일 기준으로 투자 의견 분류 기준 변경(Trading Buy 의견 삭제)

* 향후 12개월 기준 절대수익률 10% 이상, 20% 미만의 주가상승이 예상되는 종목은 금융투자분석사 재량에 따라 '매수' 또는 '중립' 의견으로 제시함

투자 의견 비율

매수(매수)	Trading Buy(매수)	중립(중립)	매도
89.66%	0%	9.77%	0.57%

* 2026년 09월 30일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

Compliance Notice

- 당사는 자료 작성일 현재 신세계, 호텔신라 을(를) 기초자산으로 하는 주식워런트증권에 대해 유동성공급자(LP)업무를 수행하고 있습니다.
- 당사는 본 자료를 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 조사분석 대상법인의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 본 자료는 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었음을 확인합니다.

본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 종목 선택이나 투자시기에 대한 최종 결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 조사분석자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 허락 없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.