

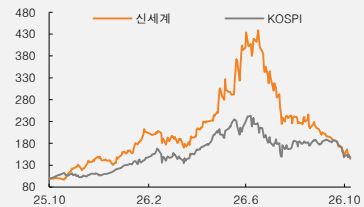
투자 의견(신규)	매수
목표주가(신규)	440,000원
현재주가(26/10/29)	248,000원
상승여력	77.4%

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 성장 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.

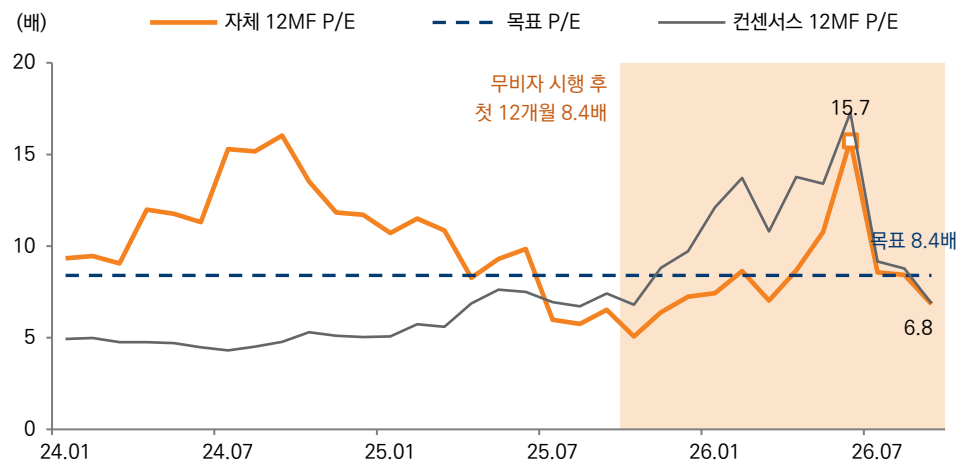
표 25. Valuation Table

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



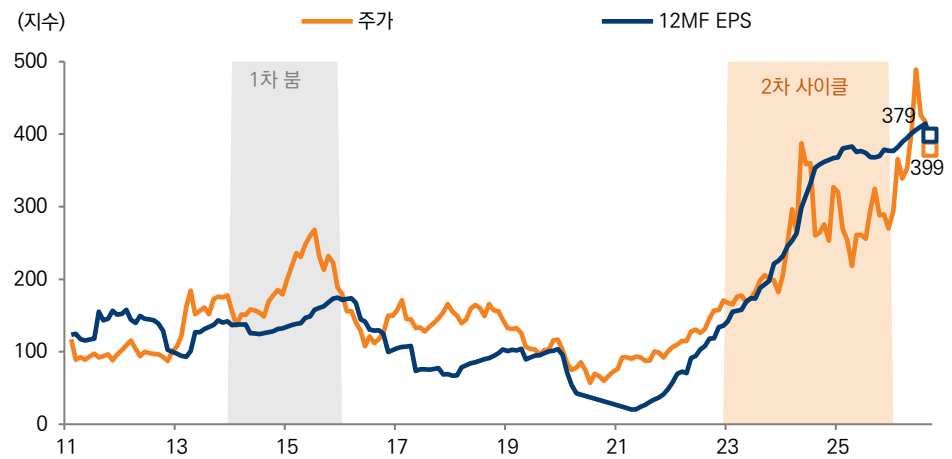
주: 월말 시가총액을 해당 분기부터 4개 분기 지배순이익의 합계로 나누어 산출. 보고서 작성 시점에 확인된 실적과 당사 전망으로 과거 배수를 재구성했으며, 일회성 손익을 조정. 4Q25 신세계디에프 사용권자산 손상 1,478억원은 세율 27%를 가정해 세후 가산하고, 4Q26 신세계센트럴 토지 처분이익은 차감. 컨센서스 계열은 월말 주가를 블룸버그 12개월 선행 EPS로 나눈 값. 음영은 기준 구간(2025.10~2026.9).

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.

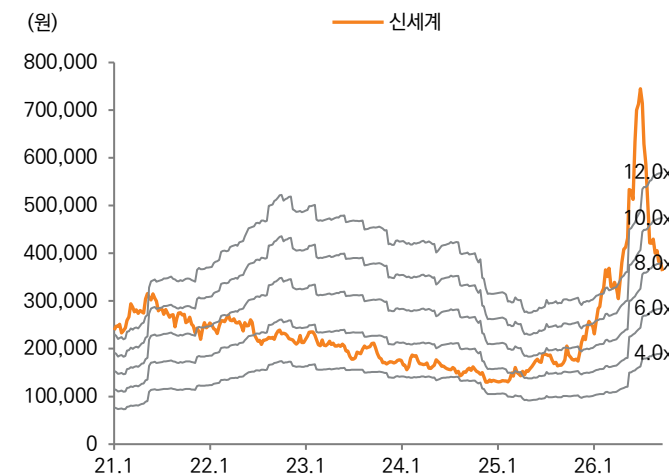
이익 추정의 보수성이 배수의 방어력이다. 2026F 지배주주순이익 4,123억원은 세율 27%와 지배지분율 84%를 적용한 추정치이며, 연간 실효세율은 24.9%다. 지배지분율은 1Q26 83%, 2Q26 84%의 실제 지배지분율을 반영한 값이며 4Q25의 111%는 DF2 관련 비용의 영향으로 일시적으로 높아진 수치로 판단해 배제했다.

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.

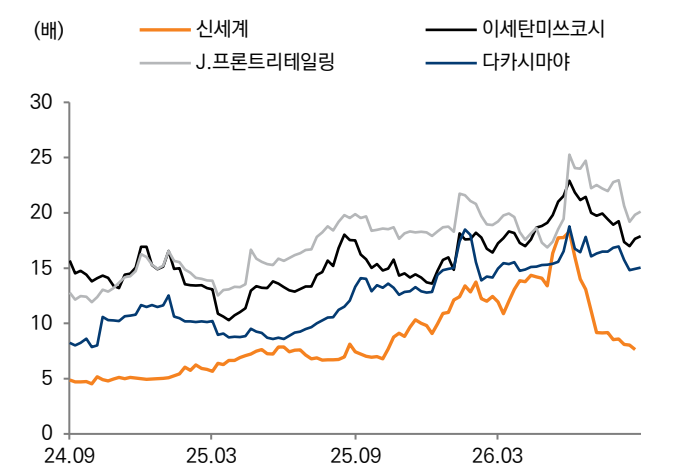
당사는 4분기 손상 리스크를 이미 영업외에 반영했고(110억원), 나머지 두 요인은 3Q26 실적에서 DF2 제외 기준 수수료율 22.2% 이하가, 4Q26 실적에서 백화점 외국인 비중 9% 통과가 확인되면 순차적으로 해소된다고 판단한다.

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)

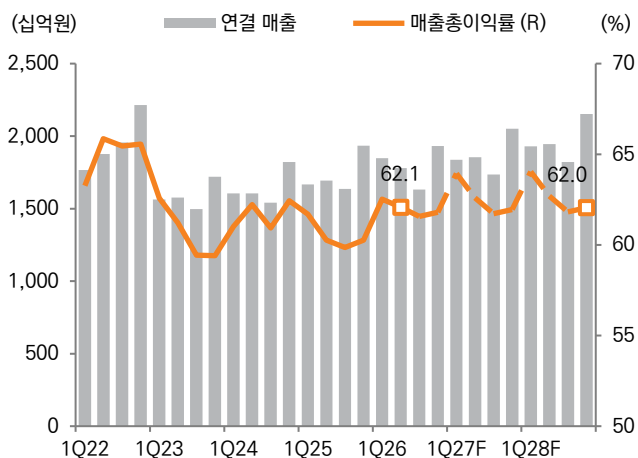
	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26	3Q26F	4Q26F	2024	2025	2026F	2027F
매출액	1,666	1,694	1,636	1,934	1,847	1,780	1,633	1,931	6,570	6,930	7,191	7,476
백화점	659	629	623	764	741	712	693	826	2,644	2,675	2,971	3,221
신세계DF	562	605	539	599	590	543	432	496	2,006	2,305	2,060	1,950
신세계인터	304	309	310	344	296	292	272	368	1,309	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

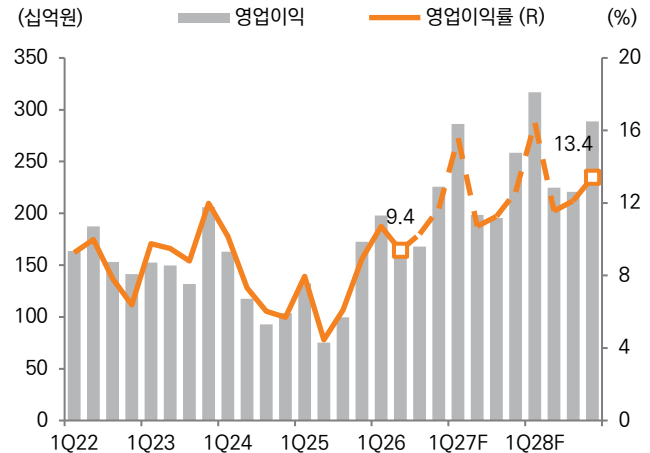
백화점 영업이익(연결조정 포함)은 2026F 4,922억원에서 2028F 6,940억원으로 연평균 19% 늘어 같은 기간 연결 증익의 약 69%를 차지한다. 순매출 증가율(연 7%)과의 차이는 증분 마진에서 나온다. 2Q26 백화점은 순매출 +830억원에 영업이익 +379억원으로 증분 마진 46%를 기록했고, 당사 전망의 2027F·2028F 증분 마진도 각각 48%, 45%로 같은 수준이다. 이에 따라 백화점 영업이익률(순매출 기준)은 2026F 16.6%에서 2028F 20.4%로 오른다. 2026F 증분 마진이 29%로 낮은 것은 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

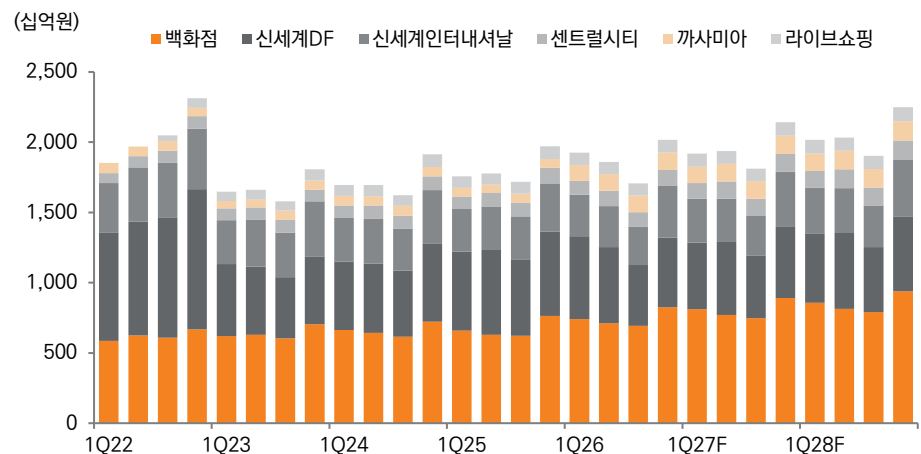
그림 56. 신세계 영업이익 및 영업이익률 추이



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

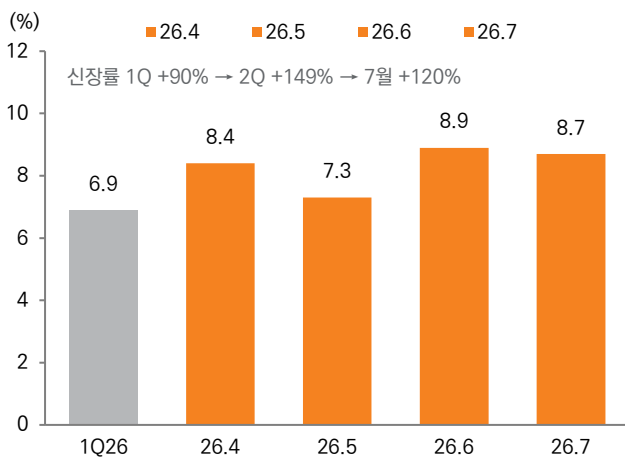
투자포인트 1. 외국인 매출: 회사 계획보다 빠르고, 회사 전망보다 빠르다

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.

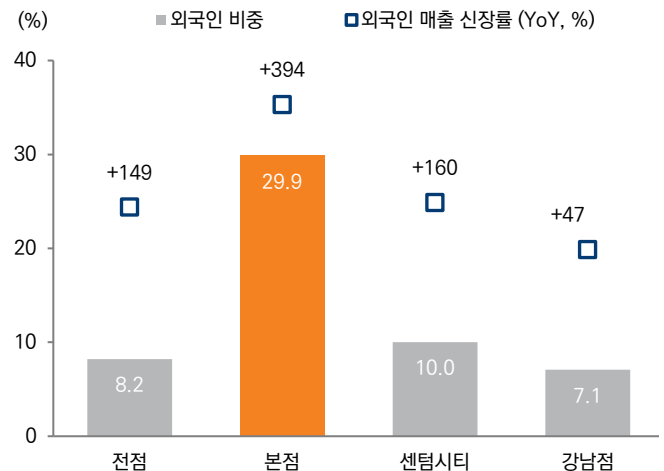
외국인 수요의 점포별 침투도 역시 우호적이다. 2Q26 본점 단독 외국인 비중은 29.9%에 이르며, 외국인 매출 신장률은 본점 +394%, K-웨이브 연고 효과의 부산 센텀시티 +160%, 강남점 +47% 순이다. 국적별로는 중국인 약 70%·미국인 약 10%를 차지하며, 객단가는 내국인의 약 2배다. 계절성은 관측되지 않는다. 중국 명절이 전통적 피크임에도 매 분기 최대치를 경신하며 특정 패턴이 형성되지 않고 있다.

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

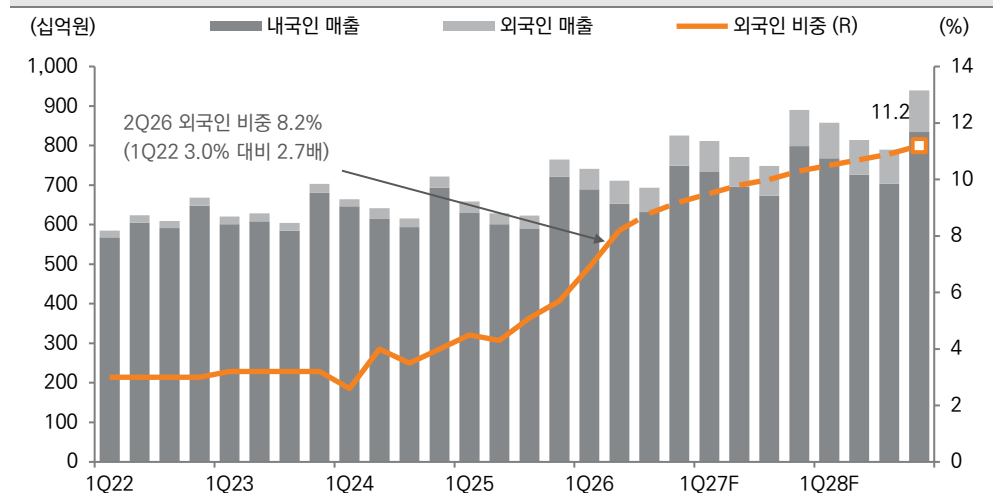
외국인 매출의 이익 전환 정도는 백화점 영업이익률 변화에서도 확인된다. 백화점 영업이익률(순매출 기준)은 1Q26 전년 대비 2.7%p(총매출 기준 0.9%p) 개선된 데 이어 2Q26에는 11.3%에서 15.3%로 4.0%p 개선됐다. 순매출이 13.2% 증가하는 동안 영업이익은 53.5% 증가해 이익 증가율이 매출 증가율의 네 배를 상회했다. 특약매입 구조에서 추가 거래액이 판매수수료로 인식되는 반면 임차료·인건비·감가상각비 부담은 상대적으로 제한적으로 증가하면서 나타난 결과로 판단한다. 외국인 매출 증가가 트래픽을 확대하고, 의류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

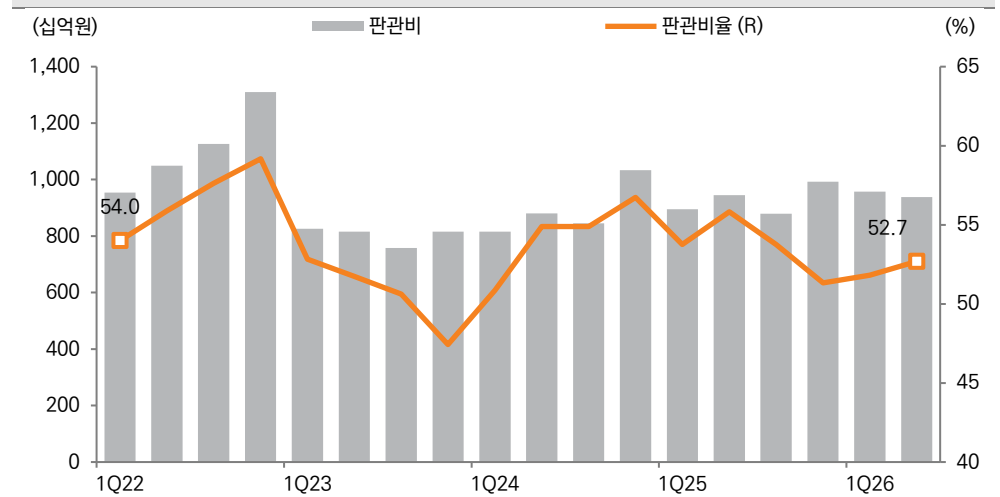
카테고리	매출 비중	2Q26 성장률	카테고리 마진율	역할
명품	46%	41.0%	10~15%	트래픽·객단가 확대
패션	23%	9.8%	약 30%	유입 트래픽의 이익 회수
잡화·화장품	7%	5.5%	25~30%	수익성 보완
식품	8.2%	14.1%	약 25%	집객·방문 빈도

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

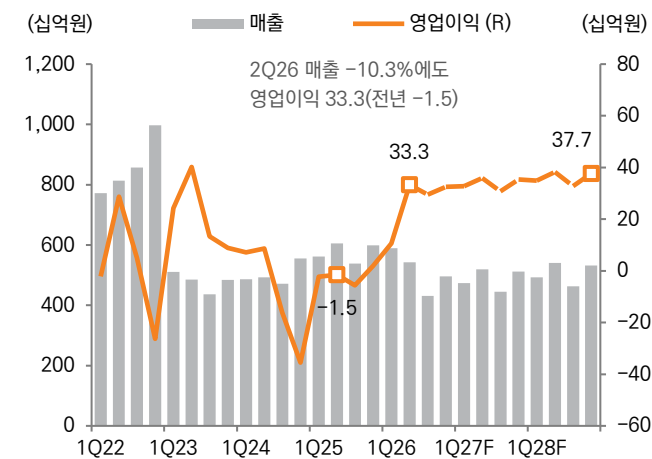
구분	FY25	FY26 변화	손익 영향
DF2 철수 손실	영업외 연결 손상차손 1,547억원 (4Q25, 신세계디에프 사용권자산 1,478억원 포함)	추가 비용 없음	순이익 기저효과
DF2 철수 효과	고정비 부담 지속	DF2 철수 후 감소	월 약 +80억원
대량판매 할인율	4Q24 약 50%	40% 초중반으로 하향	시내점 수익성 개선
외형	공항 매출 포함	2Q26 매출 -10.3%	저수익 매출 축소
영업이익 (분기)	1Q25~3Q25 적자, 4Q25 흑자(20억원)	1Q 106억 → 2Q 333억 → 3Q 295억F → 4Q 326억F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

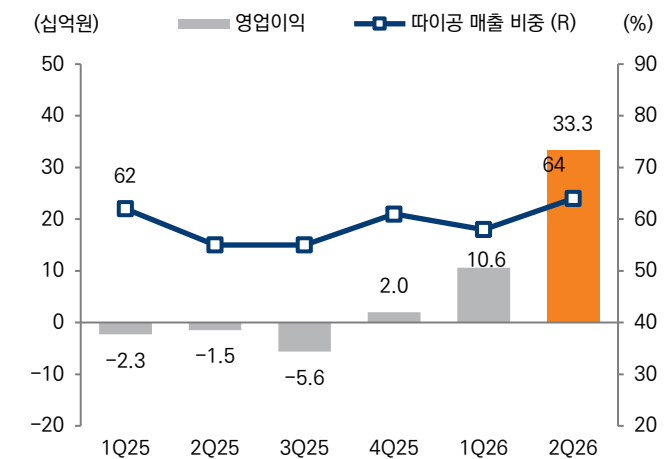
DF2 매출을 제외한 기준으로는 1Q26 23.8%에서 2Q26 21.8%로 한 분기 만에 2.0%p 내려온 것이어서, 당사는 이 한 분기 값을 곧바로 확정하지 않고 계절적으로 수수료율이 높은 3분기(3Q25 24.9%)를 감안해 하반기 22.2%, 2027년 22.0%, 2028년 21.8%로 수렴시켰다. 그 결과 FY26 연결 지급수수료율은 22.0%(상반기 21.8%, 하반기 22.2%)가 되며, FY25 대비 1.25%p 하락이 FY26 증익 2,786억원 중 약 900억원을 설명하므로 알선 수수료율과 대량판매 할인율 추이가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

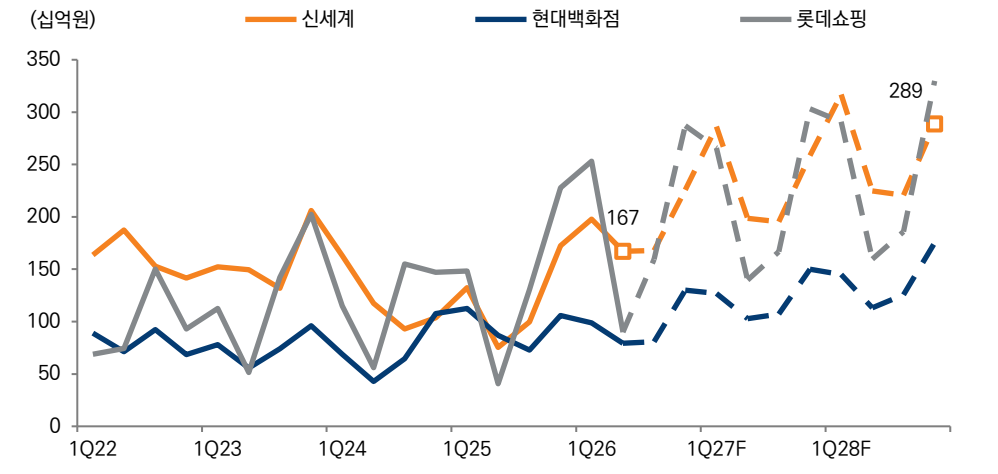
표 35. 신세계 2Q26 실적 요약 (억원)

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. 타이공 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

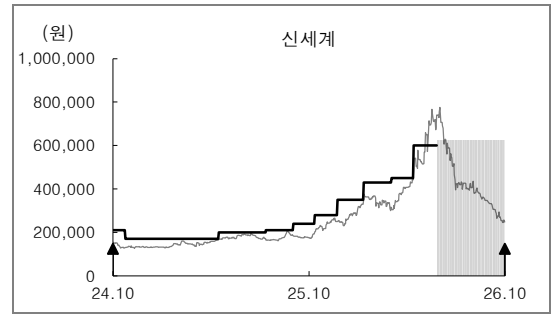
예상 주당가치 및 valuation (요약)

	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

투자의견 및 목표주가 변동추이

제시일자	투자의견	목표주가(원)	과리율(%)	
			평균주가대비	최고(최저)주가대비
신세계 (004170)				
2026.10.30	매수	440,000	-	-
2026.06.26	분석 대상 제외		-	-
2026.05.13	매수	600,000	3.15	27.83
2026.04.02	매수	450,000	-15.67	-1.00
2026.02.09	매수	430,000	-20.58	-12.44
2025.12.22	매수	350,000	-20.28	-5.86
2025.11.10	매수	280,000	-16.15	-5.18
2025.10.01	매수	240,000	-25.83	-20.00
2025.08.11	매수	210,000	-16.36	-2.14
2025.05.15	매수	200,000	-10.14	-1.10
2024.11.22	매수	170,000	-16.74	1.59
2024.10.10	매수	210,000	-31.43	-26.33

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



투자의견 분류 및 적용기준

기업	산업
매수 : 향후 12개월 기준 절대수익률 20% 이상의 초과수익 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 투자의견 분류기준 변경(Trading Buy 의견 삭제)

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

투자의견 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 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.