Equity Report | 2026.4.15

배송이 songyi.bael@miraeasset.com

MIRAE ASSET 미래에셋증권

소비재(비중확대/유지)

봄바람을 타고 외국인이 더 온다

CONTENTS

Summary 3

I. 한국, 명실상부 글로벌 관광 대국으로 자리매김하는 중 5

1. 방한 외국인 구조적 확대 국면 5
2. 2026년 승부처는 중국인 14

II. Q: 2026년 외국인 인바운드 2,129만명(YoY +12%) 전망 21

III. P: 중국인 믹스 상승 효과 예상 23

IV. 항공권은 참을만 하고, 환율은 보너스 25

1. 항공권: 단거리 노선 유류할증료 부담 제한적 25
2. 환율: 싸다 싸 26

V. 섹터별 수혜 예상 28

1. 유통: 백화점 최대 수혜 여전, 면세점까지 회복 감지 28
2. 화장품: 올리브영과 해외 전략의 콜라보 33

Global Company Analysis 39

신세계 40
롯데쇼핑 45
호텔신라 54
에이피알 59
에이유브랜즈 64

Summary

방한 외국인 인바운드의 구조적 성장 국면 진입

한국 관광 산업이 과거의 양적 회복을 넘어 질적·구조적 확장 단계에 진입한 것으로 판단된다. 2025년 방한 외국인은 1,894만 명을 기록하며 팬데믹 이전 수준을 상회하였으며, 정부는 2029년까지 3,000만 명 유치를 목표로 관광업을 국가 전략 산업으로 육성 중이다. 특히 **K-콘텐츠가 방한의 핵심 동력**으로 작용하며 한국 고유의 대체 불가능한 경쟁력을 형성하고 있으며, 이는 **관광 수요의 지역적 저변을 지방 도시까지 확산**시키는 질적 개선으로 이어지고 있다.

2026년 인바운드 2,129만 명 전망. 승부처는 중국인

2026년 외국인 인바운드는 전년 대비 12% 성장한 2,129만 명에 달할 것으로 전망한다. **올해 성장의 핵심 변수는 중국인 관광객의 귀환**이다. 중국인 인바운드는 타 국적 대비 회복이 다소 더디었으나, 최근 무비자 허용 및 중일 갈등에 따른 반사수혜로 **급격한 반등세**가 관찰되고 있다. 주목할 점은 **중국인 믹스 상승에 따른 객단가(ASP)의 동반 상승**이다. 중국인은 쇼핑 지출 규모가 타 국적 대비 압도적으로 크며, 화장품·패션·명품 등 고가 카테고리에 소비가 집중되어 있어 국내 소매 시장의 강력한 성장 동력이 될 전망이다.

매력적인 거시 환경: 유류할증료 부담을 상쇄하는 환율 효과

유가 리스크에 따른 유류할증료 인상 우려가 존재하나, 인접 국가 중심의 단거리 노선에 미치는 영향은 제한적일 것으로 판단된다. 오히려 현재의 **우호적인 환율 흐름은 외국인 관광객의 실질 구매력을 증대시키는 핵심 요인**이다. 경쟁국 대비 가성비 높은 여행지로서의 매력이 부각되면서 쇼핑 효율이 극대화되고 있으며, 이는 내국인의 해외 소비를 국내로 전환시키는 부수적인 효과까지 동반하고 있다.

유통: 백화점의 견조한 펀더멘털 기반 위 면세점 가세

백화점은 외국인 인바운드 확대에 따른 최대 수혜 채널로서의 위상을 공고히 하고 있다. 가격 경쟁력을 갖춘 명품, K-패션, K-뷰티 등 압도적인 카테고리 포트폴리오를 바탕으로 실적 견인차 역할을 지속할 전망이다. **올해 백화점 관리 매출은 8~9% 수준의 높은 성장이 예상되며, 외국인 소비의 폭발적 성장이 기여할 전망이다(신세계, 롯데 기준 YoY +50% 이상)**.

여기에 더해, 그간 실적의 걸림돌이었던 **면세점이 공항점 적자 축소와 위안화 강세로 인한 중국인 구매력 개선 통해 회복 국면에 진입**하고 있다는 점에 주목해야 한다. **2분기 이후로 흑자 전환 가능성이 높다**. 백화점의 이익 방어력과 면세점의 턴어라운드 모멘텀이 결합되며 관련 기업들의 이익 가시성이 확대되는 구간이다.

화장품: 올리브영의 인바운드 지배력과 해외 전략의 시너지

화장품 섹터의 핵심은 **국내 인바운드 거점으로 등극한 올리브영의 지배력을 기반으로 한 브랜드사들의 해외 진출 전략의 결합**이다. 올리브영을 통해 확인된 외국인의 선호 품목이 브랜드사의 직접적인 해외 수출 및 현지 온·오프라인 전략(D2C, 현지 유통망 입점 등)으로 이어지며 질적 성장을 담보하고 있다.

중소형 브랜드사들은 국내 인바운드 채널에서의 인지도를 바탕으로 중국 및 영미권 시장으로의 확장을 가속화하고 있으며, 대형 브랜드사들은 외국인 소비자에게 브랜드 경험을 제공하며 중장기적 브랜드 자산을 축적하는 전략이 관찰된다. 양 채널 간의 선순환 구조가 밸류에이션 상향의 핵심 근거가 될 것으로 판단된다.

투자 전략 및 종목 추천

2분기 본격적인 여행 성수기 진입을 앞두고 인바운드 노출도가 높은 기업들에 대한 적극적인 매수 적기로 판단한다. 최선호주로 **신세계**를 제시한다. 백화점의 압도적인 명품 경쟁력이 외국인 매출 고성장을 견인하고 있으며, 공항점 철수에 따른 면세 부문의 가파른 실적 턴어라운드가 기대되기 때문이다. **롯데쇼핑**은 중국인 선호 상권 내 핵심 점포 보유에 따른 입지적 장점이 부각되고 있으며, **호텔신라** 역시 인천공항 적자 제거와 시내점 수익성 개선에 기반한 실적 가시성 회복에 주목할 필요가 있다. 중소형주 내에서는 강력한 인바운드 인지도를 바탕으로 중국 수출 모멘텀이 본격화되는 **에이유브랜즈**에 관심이 유효하다.

I. 한국, 명실상부 글로벌 관광 대국으로 자리매김하는 중

1. 방한 외국인 구조적 확대 국면

1) 방한 계기는 K-컨텐츠 주도, 방한 지역은 지방까지 확장

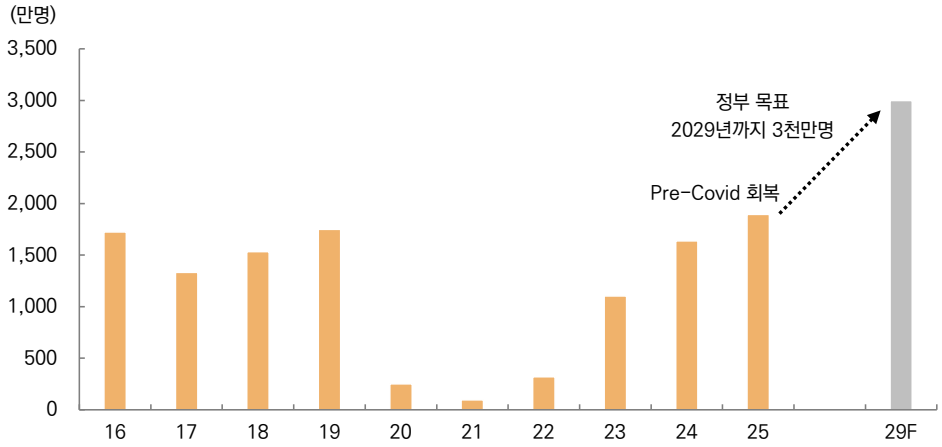
한국 여행에 대한 전 지구적 관심이 뜨겁다. 지난 해 방한 외국인은 1,894만명으로 코로나 이전 2019년의 1,750만명을 훌쩍 뛰어넘었다. 전 세계 SNS에서 한국 여행에 대한 언급과 인게이지먼트(Like, 댓글, 스크랩, 공유 등 유저 반응)가 폭발적으로 늘고 있다. 이 기회를 포착해 **우리 정부는 2029년까지 방한 외국인 3,000만명을 목표로 하고 관광업을 국가 전략 산업으로 육성**하고자 하고 있다. 글로벌 관광 대국으로 위상을 공고히하고 경기가 활성화되는 효과가 기대된다.

한국 여행에 대한 수요는 구조적 성장 국면에 있다고 판단한다. 가장 주요한 근거는 **K-컨텐츠**에 있다. 방한 외국인 대상 조사 결과, 한국 여행에 대해 관심을 가지게 된 계기 1위가 K-컨텐츠로 집계되었다. 한국 여행에 대한 SNS 인게이지먼트도 꾸준한 상승세를 그리다 케이팝 데몬헌터스(26년 6월) 이후 추세가 가속화되었으며, 최근에는 BTS가 컴백하면서 관련 해시태그가 증가하고 있다.

컨텐츠가 수요를 만들어낸다는 점은 의미가 매우 크다. 해외 여행지의 매력도는 여행 인프라, 가성비 등 다양한 요소들이 영향을 미치지만 대부분은 경쟁 여행지의 부상, 환율 등 외부 변수에 의해 언제든지 달라질 수 있다. 하지만 **컨텐츠는 한국만의 고유한 특성으로 대체 불가한 경쟁력**이다. 그간 한국 문화에 대한 이해도가 낮았던 다른 문화권이나 아시아 외의 국적 외국인의 한국 방문이 늘어나면서 한국 여행에 대한 저변이 확장되는 점이 이를 방증한다.

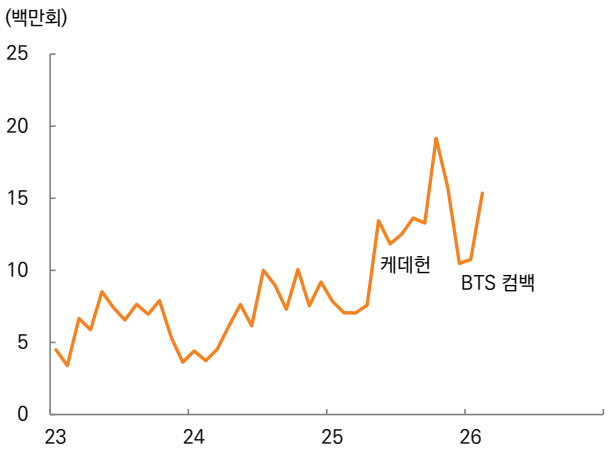
물론 한국은 지금 가성비도 좋은 여행지이다. 가성비가 상대적으로 더 중요한 인접 국가에서도 한국 여행 수요가 확대되는 흐름이다. 문화적으로도 흥미롭고 가성비까지 좋다니, 인바운드 모멘텀을 누리기에 최적의 환경이라고 볼 수 있다.

그림 1. 방한 외국인 인바운드 추이: 2025년 Pre-Covid 회복, 2029년까지 3천만명 목표



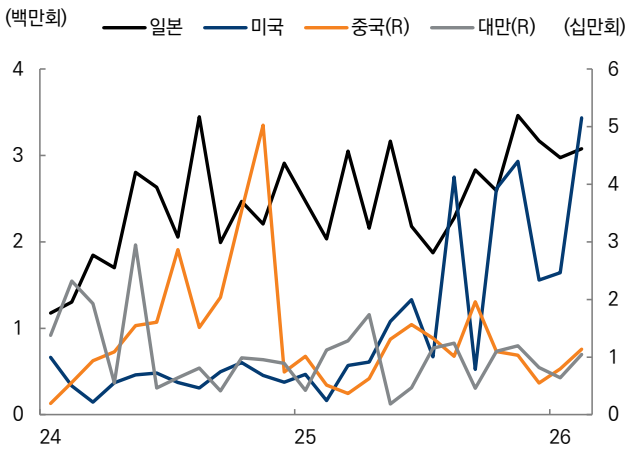
자료: 한국관광공사, 미래에셋증권 리서치센터

그림 2. 한국여행 글로벌 인게이지먼트 추이: 문화적 이벤트에 따라 관심도 영향



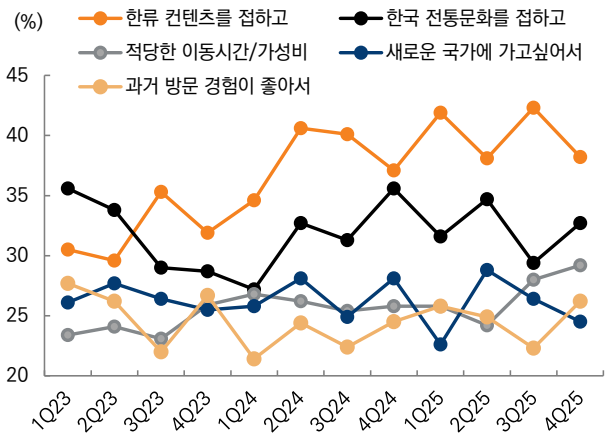
Note: 인게이지먼트 = Like, 댓글, 스크랩, 공유 등 유저 반응
자료: 한국관광공사, 미래에셋증권 리서치센터

그림 3. 한국여행 국적별(Top4) 인게이지먼트 추이: 일본 꾸준, 미국 급증, 중국 회복



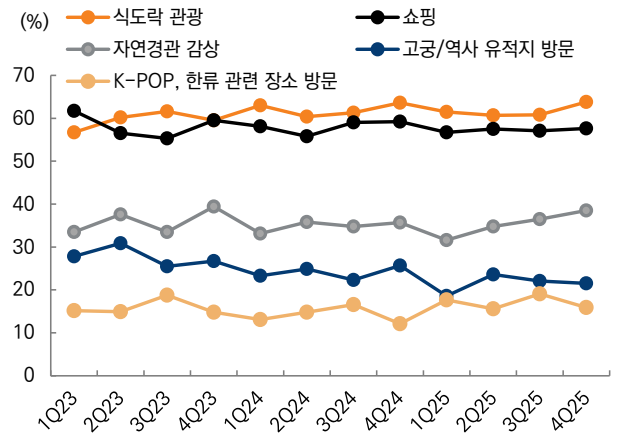
Note: 인게이지먼트 = Like, 댓글, 스크랩, 공유 등 유저 반응
자료: 한국관광공사, 미래에셋증권 리서치센터

그림 4. 한국여행 관심 계기: 컨텐츠 영향력 강화



자료: 문화체육관광부, 미래에셋증권 리서치센터

그림 5. 방한시 고려한 관광 활동: 문화 활동(K-푸드, K-팝) 선호 높음. 쇼핑도 K-컨텐츠(K-뷰티, K-패션) 중심



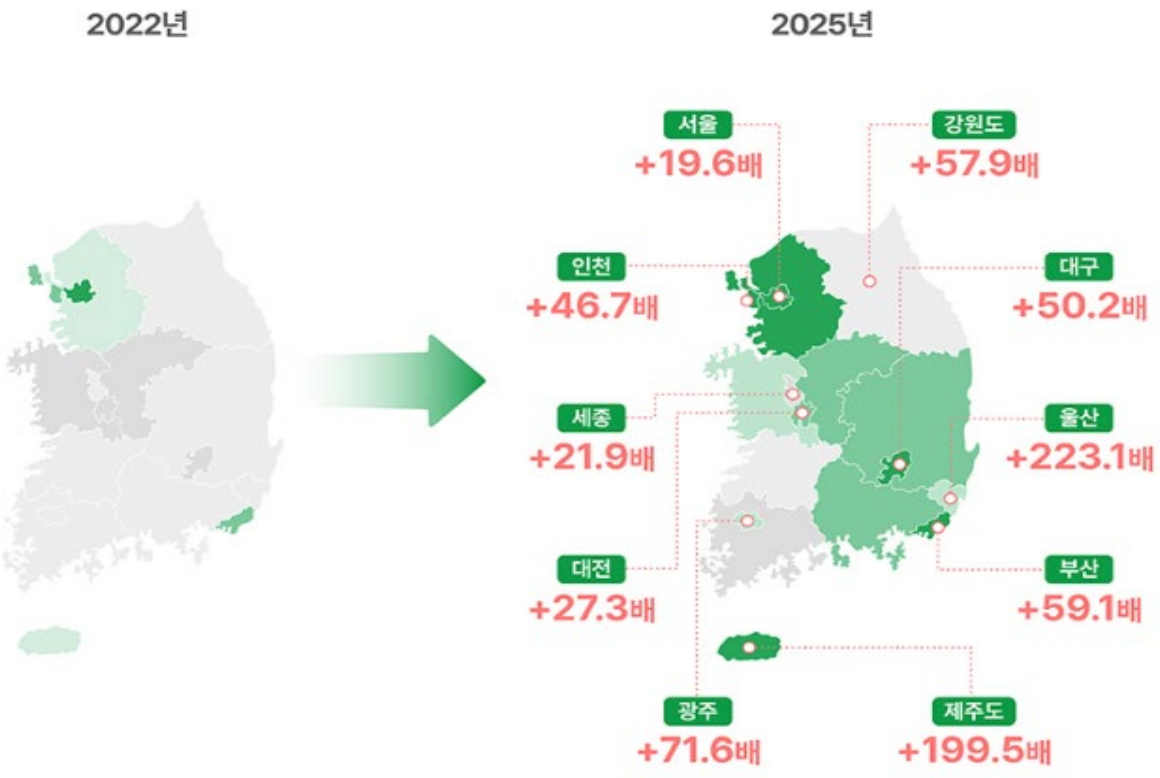
자료: 문화체육관광부, 미래에셋증권 리서치센터

한국 여행 수요가 **서울뿐 아니라 부산/제주, 더 나아가 중소 지방도시까지 확산**되는 점도 관광업의 질적 개선을 기대하게 한다. 관광 수요가 여러 도시로 확산될수록 한국 여행 수요를 소화할 수 있는 지역적 저변이 확대되기 때문이다. 한국 여행 재방문율이 상승하면서 서울 외 관광 수요가 빠르게 확대되고 있으며, 관광 인프라와 항공 편의 측면에서 유관 사업자들이 적극적으로 대응하는 모습이 확인된다.

관광 인프라 측면에서는 백화점, 올리브영 등 외국인 관광객의 대표 쇼핑 채널들의 지방 공략이 본격화되는 중이다. 롯데백화점은 복합 쇼핑몰 타임빌라스 대구 수성(2028년 완공 예정) 프로젝트를 진행 중이며, 현대백화점은 더현대부산(2027년 완공 예정)더현대광주(2029년 완공 예정)를 통해 더현대 시리즈를 이어갈 계획이다. 올리브영도 올해 지방을 공격적으로 육성할 계획을 밝혔다. 지난 해 올리브영 세일 기간 매출 1위 매장은 서울이 아닌 대전과 대구로 집계되었으며, 부산과 제주의 경우 외국인 매출 비중이 과반 내외까지 확대된 것으로 파악된다. 이에 올리브영은 올해 1,200억원 이상의 Capex를 비수도권에 투자하고, 신규 출점 및 리뉴얼 예정인 100평 이상의 대형매장 78점 중 43점을 지방에 배치하기로 결정하였다.

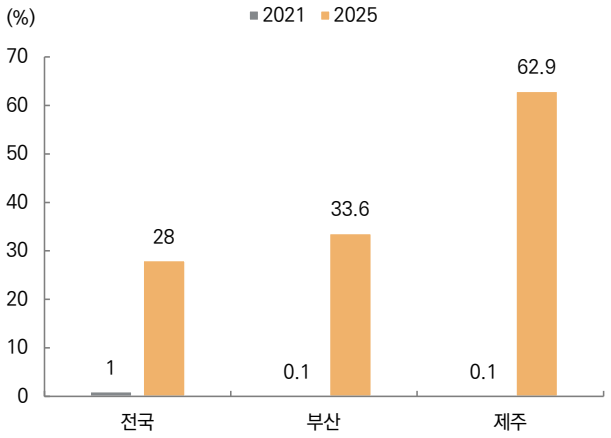
항공도 빠르게 증편되는 모습이다. 지방도시 전반적으로 서울보다 증가세가 가파른 가운데, 규모 면에서는 김해(부산), 성장률 면에서는 제주/청주 등 지역이 돋보인다. 관광 인프라 개선과 맞물려 외국인의 지방 방문에 기여가 클 것으로 기대된다.

그림 6. 올리브영 지역별 외국인 매출 성장률: 지방도시>서울



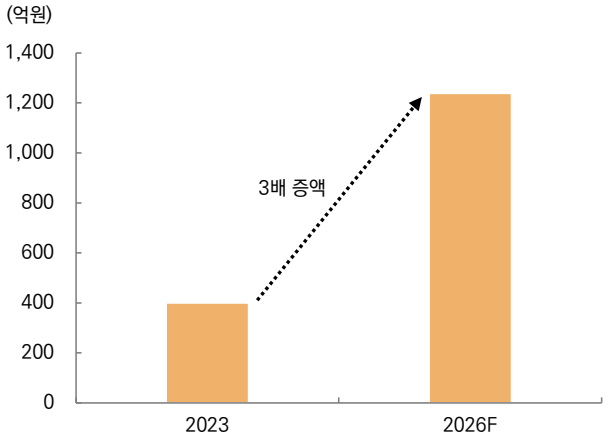
자료: 올리브영, 미래에셋증권 리서치센터

그림 7. 올리브영 주요 지방 관광도시 외국인 매출 비중: 전사 대비 관광도시 외국인 성장률 및 기여도 압도적



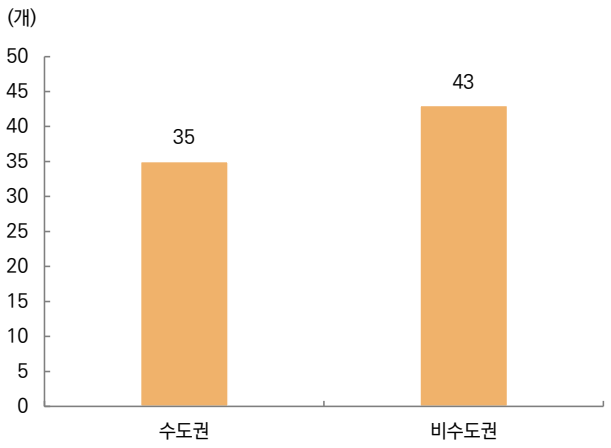
자료: 올리브영, 미래에셋증권 리서치센터

그림 8. 올리브영 26년 비수도권 Capex 계획



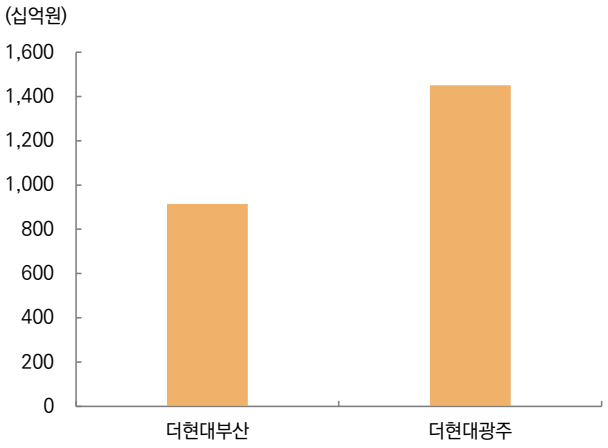
자료: 올리브영, 미래에셋증권 리서치센터

그림 9. 올리브영 26년 대형점포 신규 출점/리뉴얼 계획: 비수도권>수도권



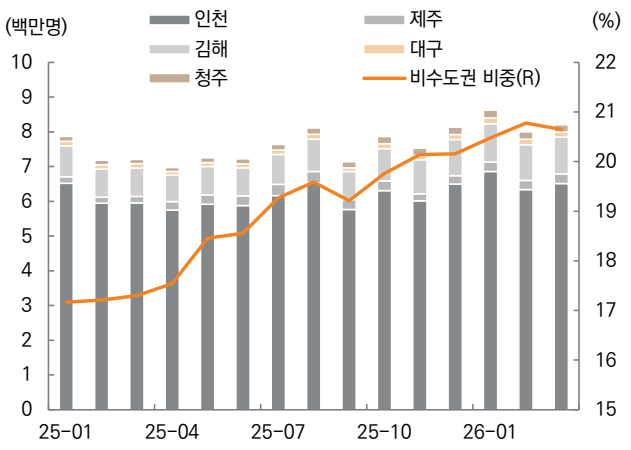
자료: 올리브영, 미래에셋증권 리서치센터

그림 10. 백화점 비수도권 출점 예정 점포 Capex: 출점 Capex 평균 8~9천억원 감안 시 공격적 규모로 판단



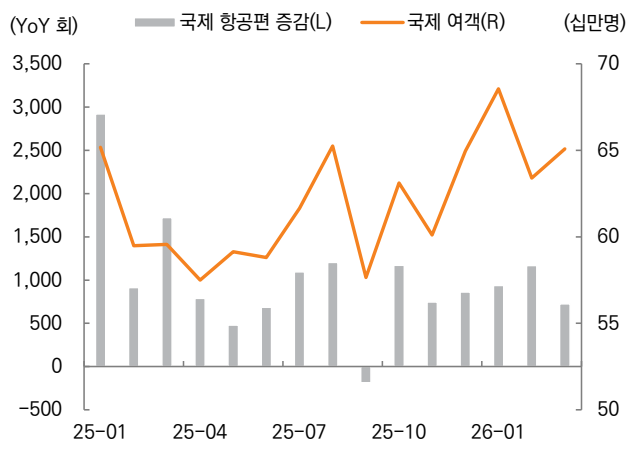
자료: 각 사, 미래에셋증권 리서치센터

그림 11. 공항별 외국인 인바운드



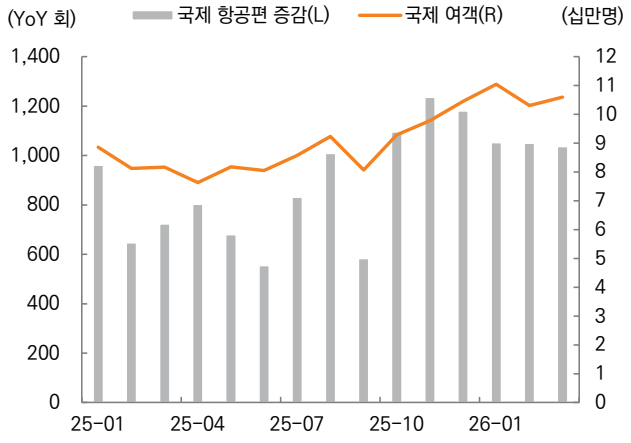
자료: 항공포털, 미래에셋증권 리서치센터

그림 12. 인천공항 국제 항공편 운항 횟수와 여객수



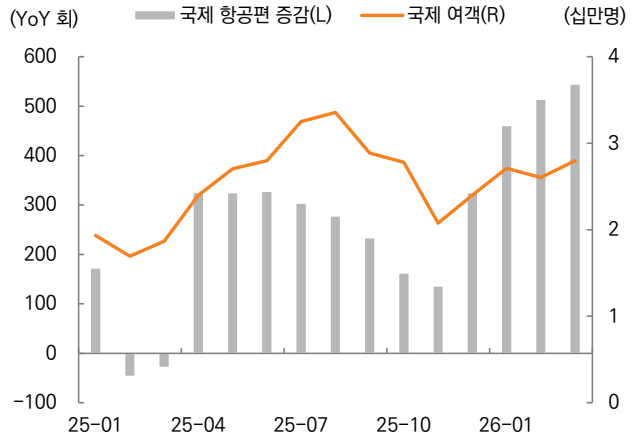
자료: 항공포털, 미래에셋증권 리서치센터

그림 13. 김해공항 국제 항공편 운항 횟수와 여객수



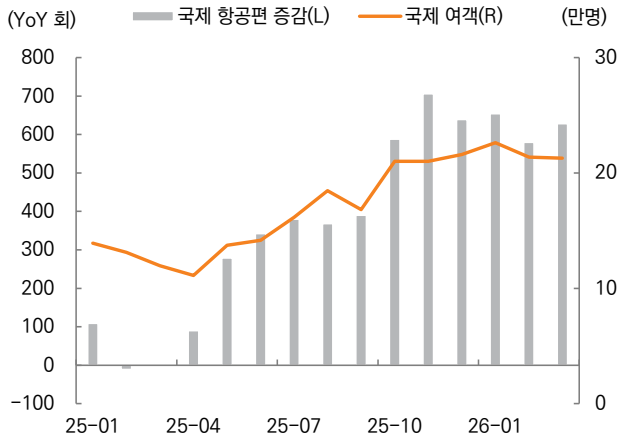
자료: 항공포털, 미래에셋증권 리서치센터

그림 14. 제주공항 국제 항공편 운항 횟수와 여객수



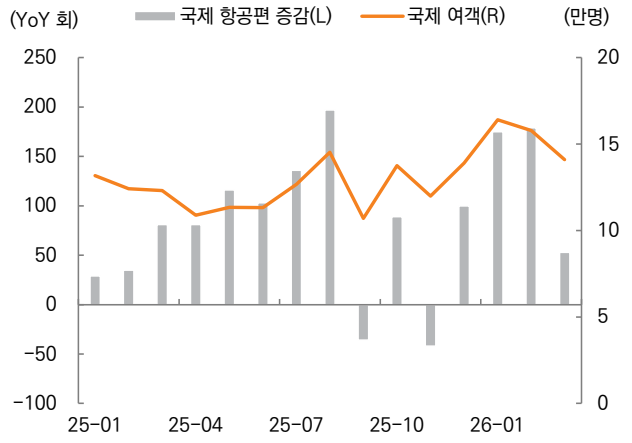
자료: 항공포털, 미래에셋증권 리서치센터

그림 15. 청주공항 국제 항공편 운항 횟수와 여객수



자료: 항공포털, 미래에셋증권 리서치센터

그림 16. 대구공항 국제 항공편 운항 횟수와 여객수



자료: 항공포털, 미래에셋증권 리서치센터

표 1. 방한 외국인 Top4 국적별 한국여행 관련 SNS 상위 해시태그
중국: K-POP 행사 중심 관심. 그 외 미식, K-뷰티 다수 언급. 지역별로는 서울, 부산, 제주 고르게 관심

	25년 3월	25년 4월	25년 5월	25년 6월	25년 7월	25년 8월	25년 9월	25년 10월	25년 11월	25년 12월	26년 1월	26년 2월
1	#韩国旅游须知	#busan	#dreamthefuture	#runseokjin_eptour_goyang	#nctdream	#vlog	#seoul	#runseokjin_eptour_encore	#seoul	#seoul	#seoul	#首尔
2	#busan	#首尔	#seoul	#威神v	#superjunior	#seoul	#seventeen	#爱宝乐园	#busan	#busan	#vlog	#busan
3	#ootd	#济州岛	#2025_kai_solo_concert_tour_kaion_in_seoul	#seoul	#vlog	#day6_10th_anniversary	#vlog	#vlog	#首尔旅游	#vlog	#busan	#vlog
4	#seoul	#韩国医美	#ppulbatu_popup	#韩国料理	#首尔	#superjunior	#韩国文化	#busan	#旅行vlog	#旅行vlog	#韩国美食	#韩国美食
5	#济州岛	#travelgram	#vlog	#busan	#busan	#美食	#kaion_encore_in_seoul	#seoul	#韩国文化	#济州岛	#kbeauty	#kbeauty
6	#韩国美食	#vlog	#busan	#bts	#济州岛	#kbeauty	#busan	#backtolife_popup	#济州岛	#韩国美食	#韩国烤肉	#济州岛
7	#首尔旅行	#travel photography	#韩国料理	#vlog	#kbeauty	#kpop	#seoultravel	#首尔旅行	#hanbok	#旅游攻略	#仁川	#韩国穿搭
8	#美食	#樱花	#济州岛	#seoultravel	#bts	#爱宝乐园	#釜山	#hongdae	#ootd	#kbeauty	#韩国民俗村	#仁川
9	#travelgram	#ootd	#美食	#do_it_in_seoul	#do_it_in_seoul	#busan	#爱宝乐园	#济州岛	#韩国美食	#travelgram	#明洞	#bts
10	#vlog	#skincare	#kpop	#济州岛	#kpop	#济州岛	#hanbok	#hanbok	#景福宫	#hanbok	#釜山旅行	#首尔旅行

Note: 주황 음영은 K-컨텐츠, 문화 관련, 회색 음영은 지역 관련
자료: 한국관광공사, 미래에셋증권 리서치센터

표 2. 방한 외국인 Top4 국적별 한국여행 관련 SNS 상위 해시태그
일본: K-뷰티, K-패션 중심 관심. 한국 맛집, 카페 다수 언급. 지역별로는 서울, 부산 언급

	25년 3월	25년 4월	25년 5월	25년 6월	25년 7월	25년 8월	25년 9월	25년 10월	25년 11월	25년 12월	26년 1월	26년 2월
1	#hope_on_the_stage_tour_seoul	#ソウル	#韓国美容	#韓国美容	#韓国美容	#韓国美容	#韓国美容	#韓国美容	#韓国美容	#ソウル	#韓国美容	#韓国美容
2	#ソウル	#韓国美容	#ソウル	#ソウル	#bts	#ソウル	#ソウル	#runseokjin_eptour_encore	#ソウル	#ソウル旅行	#vlog	#渡韓
3	#韓国コスメ	#渡韓	#渡韓	#bts	#ソウル	#渡韓	#渡韓	#韓国でもpaypay	#韓国グルメ	#渡韓	#渡韓	#bts
4	#渡韓	#ソウル旅行	#韓国グルメ	#韓国グルメ	#渡韓	#kpop	#韓国グルメ	#韓国グルメ	#渡韓	#韓国グルメ	#ソウル	#ソウル旅行
5	#韓国情報	#韓国カフェ	#韓国カフェ	#渡韓	#韓国グルメ	#韓国グルメ	#kpop	#渡韓	#kpop	#kbeauty	#韓国グルメ	#韓国料理
6	#bts	#韓国グルメ	#ソウル旅行	#andteam	#ソウル旅行	#bts	#bts	#ソウル	#vlog	#韓国カフェ	#bts	#vlog
7	#ソウル旅行	#韓国情報	#釜山	#韓国カフェ	#韓国カフェ	#supershow10	#ソウル旅行	#ソウル旅行	#ソウル旅行	#kpop	#オリーブヤング	#オリーブヤング
8	#韓国美容	#ootd	#韓国情報	#ソウル旅行	#韓国ファッション	#韓国カフェ	#韓国カフェ	#釜山	#釜山	#vlog	#釜山	#釜山旅行
9	#韓国カフェ	#bts	#韓国ファッション	#韓国情報	#韓国情報	#ソウル旅行	#韓国情報	#韓国情報	#韓国カフェ	#釜山	#kpop	#韓国カフェ
10	#韓国グルメ	#韓国ファッション	#ootd	#釜山	#kpop	#韓国情報	#釜山	#vlog	#オリーブヤング	#オリーブヤング	#韓国カフェ	#明洞

Note: 주황 음영은 K-컨텐츠, 문화 관련, 회색 음영은 지역 관련
자료: 한국관광공사, 미래에셋증권 리서치센터

표 3. 방한 외국인 Top4 국적별 한국여행 관련 SNS 상위 해시태그
대만: K-POP 행사 중심 관심. 부산 언급이 많은 점이 특징적. 신규 노선 다수 취항

	25년 3월	25년 4월	25년 5월	25년 6월	25년 7월	25년 8월	25년 9월	25년 10월	25년 11월	25년 12월	26년 1월	26년 2월
1	#hope_on_the_stage_tour_seoul	#easy_crazy_hot_in_incheon	#dreamthefuture	#wayv	#thedreamshow4	#ateez	#kaion_encore_in_seoul	#runseokjin_eptour_encore	#生活經驗	#釜山	#釜山	#釜山
2	#國外遊記	#國外遊記	#國外遊記	#triples	#國外遊記	#國外遊記	#國外遊記	#韓國自由行	#釜山	#首爾	#濟州島	#首爾
3	#徵旅伴	#seoul	#2025_kai_solo_concert_tour_kaion_in_seoul	#徵旅伴	#seoul	#day6_10th_anniversary	#svt_tour_new_incheon	#釜山	#seoul	#釜山旅遊	#首爾	#韓國美食
4	#seoul	#徵旅伴	#ppulbatu_popup	#hope_on_the_stage_tour_final	#kpopdemonhunters	#straykids	#徵旅伴	#首爾	#釜山旅行	#vlog	#韓國美食	#釜山美食
5	#kai	#jeju	#miniveschool_in_seoul	#kculture	#bts	#wayv_nowayout	#釜山	#釜山美食	#seoultravel	#首爾旅遊	#旅遊vlog	#vlog
6	#2025_kai_solo_concert_tour_kaion_in_seoul	#runseokjin_eptour_korea	#runseokjin_eptour_korea	#miniveschool_in_busan	#vlog	#supershow10	#釜山旅行	#釜山旅遊	#濟州島	#濟州島	#療癒風景	#弘大
7	#nctwish_asia_tour	#247withus_in_seoul	#seoul	#2025bof	#supershow10	#seoul	#seoul	#首爾自由行	#vlog	#首爾自由行	#觀音寺	#bts
8	#bts	#2025_stayc_tour	#徵旅伴	#韓国グルメ	#釜山	#釜山	#韓國自由行	#仁川機場	#釜山美食	#釜山自由行	#樂天世界塔	#釜山景點
9	#2025tenconcert1001movement	#首爾旅遊	#jeju	#seoul	#deadline_in_goyang	#自由行	#海雲台	#韓國美食	#韓國美食	#釜山美食	#星空圖書館	#濟州島
10	#seoulnightlife	#釜山	#釜山	#busan	#大邱	#釜山自由行	#koreanfood	#vlog	#釜山景點	#弘大	#snow	#海雲台

Note: 주황 음영은 K-컨텐츠, 문화 관련, 회색 음영은 지역 관련
자료: 한국관광공사, 미래에셋증권 리서치센터

표 4. 방한 외국인 Top4 국적별 한국여행 관련 SNS 상위 해시태그
미국: K-POP 행사, K-푸드, K-뷰티 중심 관심. 케데헌, 의료관광도 언급. 지역별로는 서울, 부산, 제주도 언급

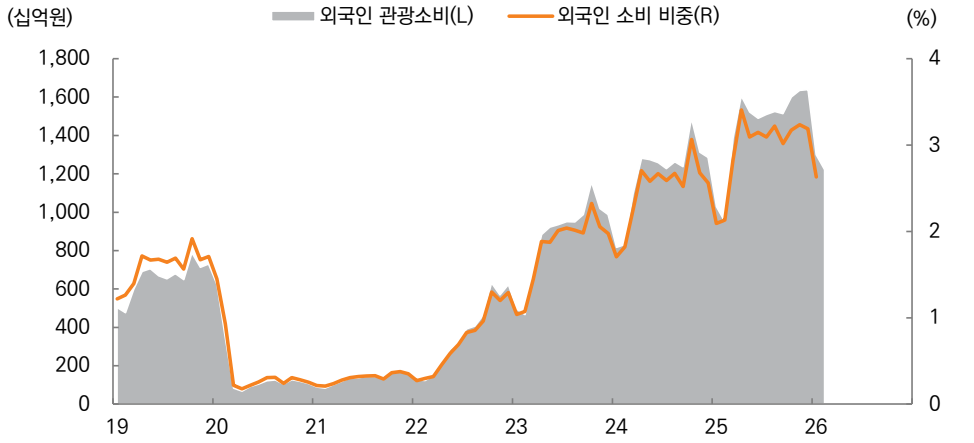
	25년 3월	25년 4월	25년 5월	25년 6월	25년 7월	25년 8월	25년 9월	25년 10월	25년 11월	25년 12월	26년 1월	26년 2월
1	#hope_on_the_stage_tour_seoul	#le_sserafim	#dream thefuture	#runseokjin_eptour_goyang	#nctdream	#supershow 10	#kai_kaion	#runseokjin_eptour_encore	#seoul	#seoul	#seoul	#seoul
2	#kai	#easy_crazy_hot_in_incheon	#2025_kai_solo_concert_tour_kaion_in_seoul	#hope_on_the_stage_tour_final	#supershow 10	#day6_10th_anniversary	#seoul	#seoul	#koreanfood	#koreanfood	#koreanfood	#koreanfood
3	#seoul	#runseokjin_eptour_korea	#ppulbatu_popup	#supershow 10	#bts	#ateez	#kbeauty	#kbeauty	#kbeauty	#kbeauty	#kbeauty	#kbeauty
4	#2025_kai_solo_concert_tour_kaion_in_seoul	#seoul	#seoul	#seoul	#2025the lastparadeinseoul	#straykids	#korean food	#korean food	#vlog	#seoultravel	#vlog	#seoultravel
5	#nctwish_asia_tour	#247withus_in_seoul	#runseokjin_eptour_korea	#most_wanted	#p1harmonyinseoul	#seoul	#kpop	#seoultravel	#seoultravel	#travelvlog	#kpop	#bts
6	#bts	#welcome backinseoul_finale	#kbeauty	#andteam	#seoul	#kbeauty	#busan	#travelvlog	#travelvlog	#busan	#oliveyoung	#vlog
7	#entertainment	#bts	#ootd	#kbeauty	#kissroadinseoul2025_encore	#busan	#bts	#kpop	#korean culture	#streetfood	#busan	#busan
8	#gdragon	#seoultrip	#bts	#2025bof	#deadline_in_goyang	#airfare	#travelgoals	#korean culture	#busan	#busantravel	#bts	#traveltips
9	#rm	#medical tourism	#koreanfood	#btsfesta 2025	#kbeauty	#seoultravel	#seoultravel	#busan	#traveltips	#traveltips	#myeong dong	#oliveyoung
10	#travel blogger	#spring inkorea	#busanportfestival	#koreanskincare	#kpopdemonhunters	#jeju	#seoulvibes	#streetfood	#oliveyoung	#oliveyoung	#jejuisland	#jeju

Note: 주황 음영은 K-컨텐츠, 문화 관련, 회색 음영은 지역 관련
자료: 한국관광공사, 미래에셋증권 리서치센터

2) 소비 경기에 직접적 수혜 예상

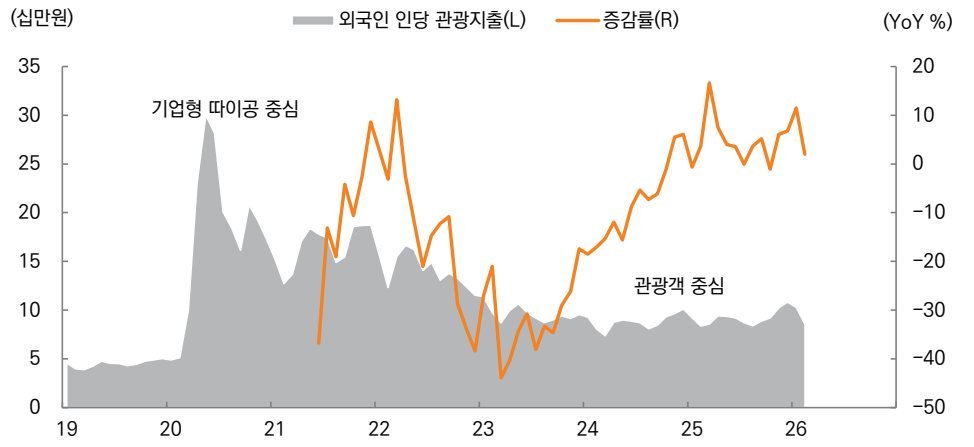
지난 해 외국인이 우리나라에서 소비한 관광 소비액은 총 17조원이다. 웬만한 추경과 맞먹는 규모이다. 전체 소비에서 외국인 관광소비가 차지하는 비중도 3%에 육박하게 되었다. 한국 여행 수요가 구조적으로 성장하면서 자연히 외국인 관광객의 소비액도 늘어날 것으로 예상된다. 추가로 고무적인 점은 여행 소비에서 숙박, 식사 등 필수 소비 외에도 쇼핑과 같은 부수적 소비가 높게 나타난다는 점이다. K-뷰티, K-패션 등 쇼핑 품목이 K-컨텐츠와 맞닿아있다는 점도 긍정적이다. 쇼핑 지출이 커질수록 객단가도 우호적으로 형성되게 된다. 소비 경기에 직접적인 수혜가 예상된다.

그림 17. 방한 외국인 소비 추이:
지난 해 방한 외국인 관광 소비 총 17조원, 전체 소비에서 차지하는 비중 3%까지 확대



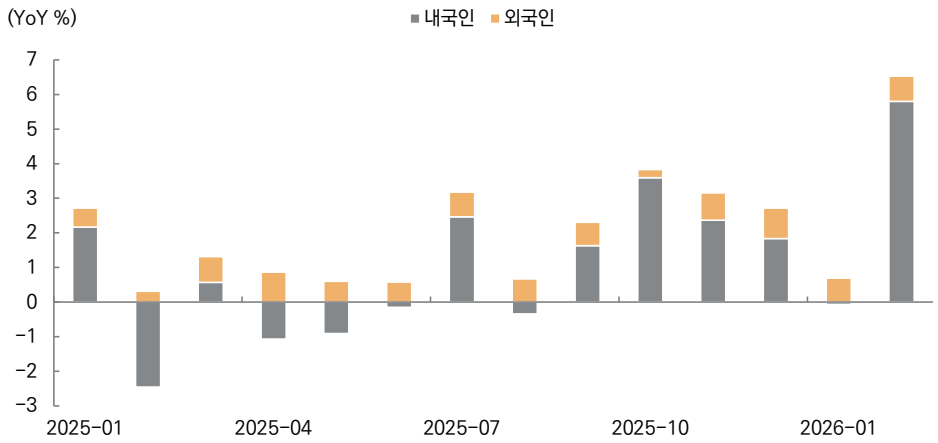
Note: 자동차 제외
자료: 한국관광공사, 통계청, 미래에셋증권 리서치센터

그림 18. 방한 외국인 인당 관광 소비액:
평균 ASP 100만원 내외로 상승세



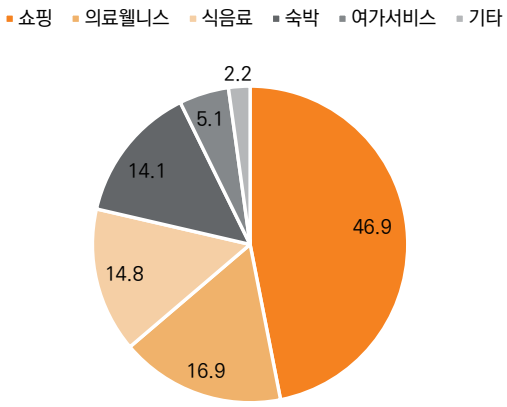
자료: 한국관광공사, 미래에셋증권 리서치센터

그림 19. 소매판매 성장률 내 내외국인 기여 추이: 외국인 소비가 전체 소비 성장률에 1%p 내외 기여



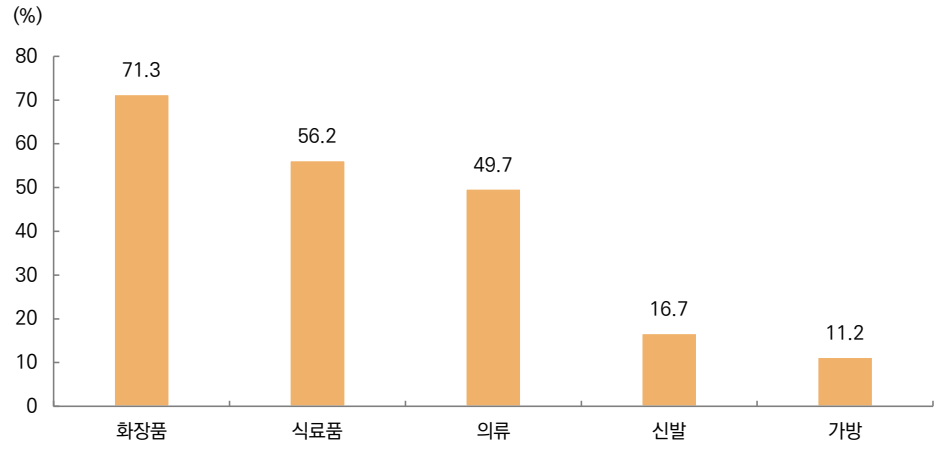
Note: 자동차 제외
자료: 한국관광공사, 통계청, 미래에셋증권 리서치센터

그림 20. 외국인 관광 소비 항목별 지출 비중(YTD): 쇼핑 비중 절대적



자료: 한국관광공사, 미래에셋증권 리서치센터

그림 21. 외국인 관광객 쇼핑 품목별 비중(2025년): K-뷰티, K-푸드, K-패션 소비 집중



자료: 한국관광공사, 미래에셋증권 리서치센터

2. 2026년 승부처는 중국인

1) 2월 방한 중국인 50만명, 예열 단계부터 뜨겁다

2026년 방한 인바운드의 최대 승부처는 중국이 될 전망이다. 방한 인바운드의 대부분을 차지하는 상위 국가들은 중국, 일본, 대만, 미국 순인데, 이 중 중국을 제외한 모든 국가의 인바운드가 Pre-Covid 이상으로 반등하여 한국 여행에 대한 높은 수요를 증명하였다. **중국만 유일하게 Pre-Covid에 미치지 못하였는데, 올해 들어 반등세가 가팔라지면서 완벽히 정상화된 흐름이 관찰**된다(YTD 방한 중국인: 2016년 한한령 이전 107만명 vs 2019년 코로나 이전 85만명 vs 2026년 92만명). 방한 외국인 국적이 다변화되는 흐름이지만 중국은 여전히 제1의 수요 지역이다. 올해 중국 회복이 가시화되면서 전체 인바운드 성장을 주효하게 견인할 것으로 전망한다.

중국인 방한 수요가 회복하는 이유는 **한국 여행에 대한 편의성과 선호도가 크게 개선**되었기 때문으로 분석한다. 작년 하반기부터 단체관광 무비자가 허용되었고, 항공 노선과 크루즈 입항도 회복되었다. 아울러 관광 시장에서 한국과 경쟁 관계에 있는 지역에서 중국인의 선호도가 훼손된 점도 긍정적이다. 일본은 중일관계 악화, 태국은 치안 우려로 인해 관광 수요가 하락세에 있다. 한국과 태국을 제외한 동남아 지역에서 즉각적으로 반사수혜가 나타나는 모습이다.

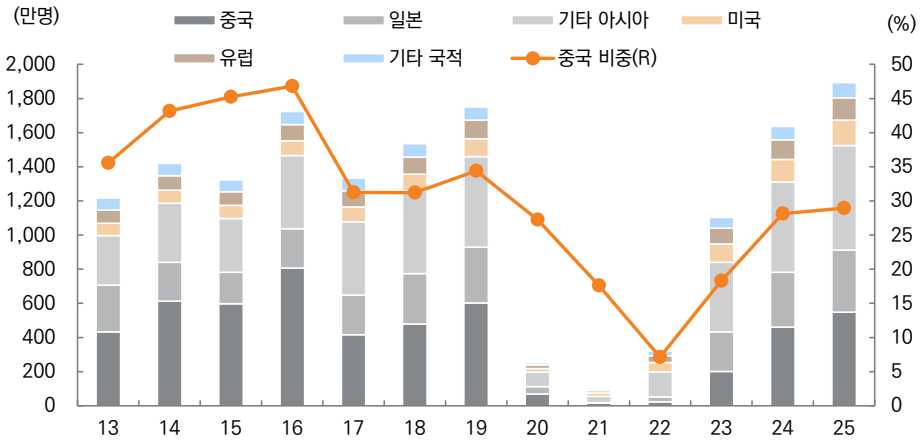
이러한 요인들에 힘입어 **지난 2월 방한 중국인은 50만명으로 서프라이즈**를 기록했다. 이는 전년대비 48%, 전월대비 21% 성장한 수준이다. 춘절 효과가 있었겠지만 전술한 바와 같이 Pre-Covid도 상회하는 수준이다. 같은 기간 일본과 태국의 중국인 인바운드는 부진하였다(2월 중국인 인바운드 성장률 YoY: 일본 -45%, 태국 +1%). 본격적인 여행 성수기 진입 전부터 시작이 좋다.

표 5. 국적별 방한 외국인 추이: 1~2월 여행 비수기에도 불구하고 중국인 YoY, MoM 유의미한 회복

	방한 외국인		방한 중국인		방한 일본인		방한 기타아시아인		방한 미국인	
	만명	YoY %	만명	YoY %	만명	YoY %	만명	YoY %	만명	YoY %
2025-01	112	26.8	36	30.1	17	22.0	40	33.8	7	20.3
2025-02	114	10.5	34	-0.8	22	22.0	39	14.0	7	15.7
2025-03	161	8.2	42	6.5	38	13.2	50	7.2	13	10.1
2025-04	171	16.7	44	7.8	26	12.5	58	18.6	15	25.0
2025-05	163	14.9	48	22.6	29	4.7	52	16.1	13	7.8
2025-06	162	14.2	48	20.1	29	11.1	52	11.9	17	9.6
2025-07	173	23.1	60	31.2	30	23.4	52	21.5	13	9.1
2025-08	182	16.4	60	19.6	38	17.1	52	15.5	11	9.5
2025-09	170	16.3	50	19.0	37	19.3	49	12.6	12	10.9
2025-10	174	8.7	47	20.5	32	-2.0	56	7.0	15	5.5
2025-11	160	17.3	38	26.9	36	6.4	54	18.0	13	21.7
2025-12	152	19.5	39	28.4	30	21.7	57	17.5	11	10.1
2026-01	127	13.3	42	14.9	23	29.0	43	8.0	8	2.6
2026-02	143	25.7	50	48.0	23	3.7	49	25.2	8	11.2

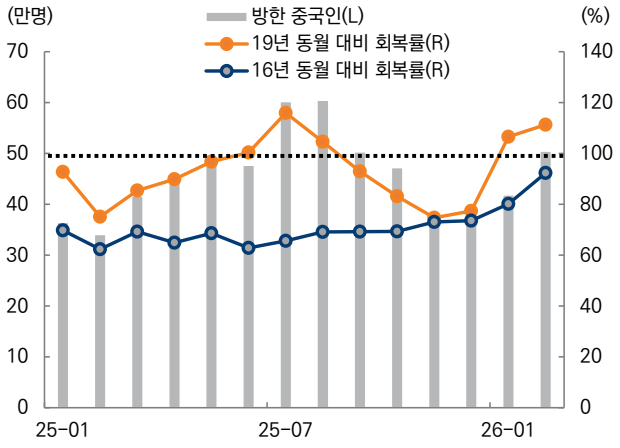
자료: 한국관광공사, 미래에셋증권 리서치센터

그림 22. 국적별 방한 인바운드: 다변화되는 중이지만 중국이 여전히 가장 높은 비중 차지



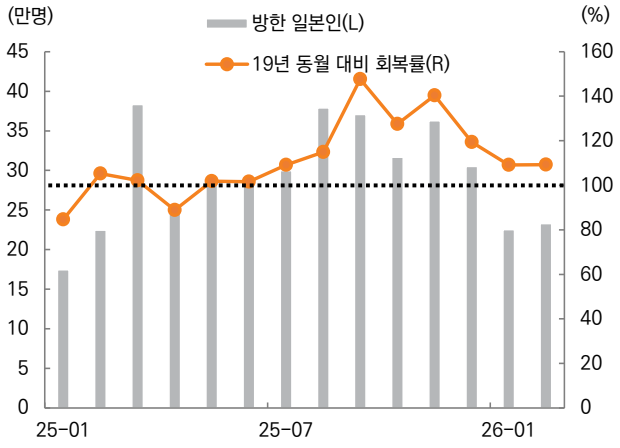
자료: 한국관광공사, 미래에셋증권 리서치센터

그림 23. 방한 중국인 회복률: Pre-Covid 회복에 이어, 한한령 이전 수준 근접



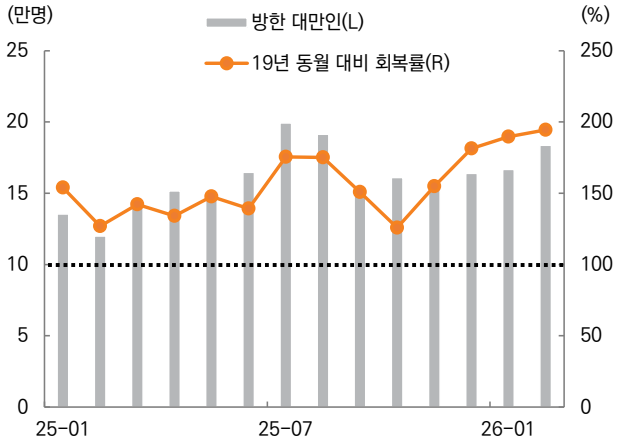
자료: 한국관광공사, 미래에셋증권 리서치센터

그림 24. 방한 일본인 회복률



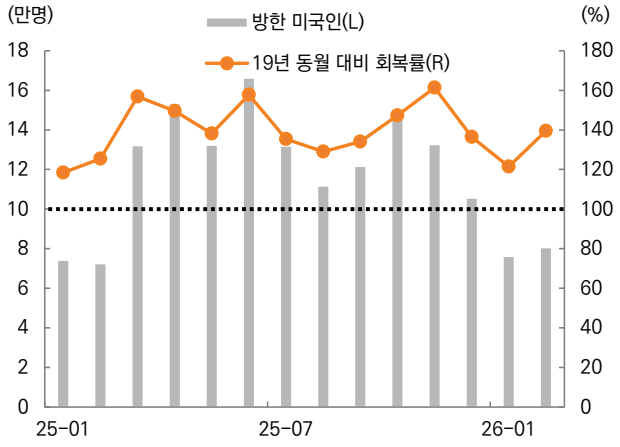
자료: 한국관광공사, 미래에셋증권 리서치센터

그림 25. 방한 대만인 회복률



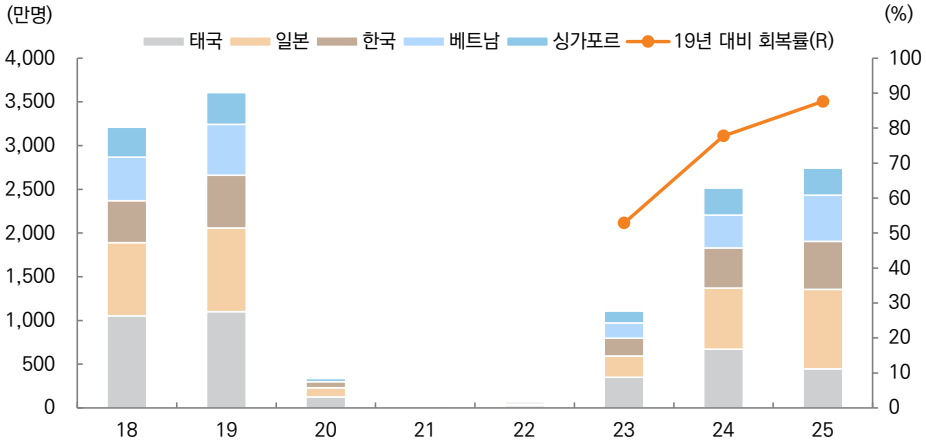
자료: 한국관광공사, 미래에셋증권 리서치센터

그림 26. 방한 미국인 회복률



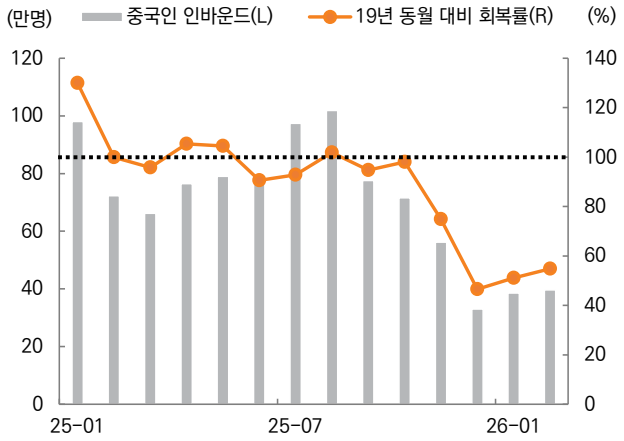
자료: 한국관광공사, 미래에셋증권 리서치센터

그림 27. 중국의 Top5 아웃바운드와 19년 대비 회복률:
글로벌 여객 대비 더뎠던 회복. 다만 국가별로 회복 강도는 상이



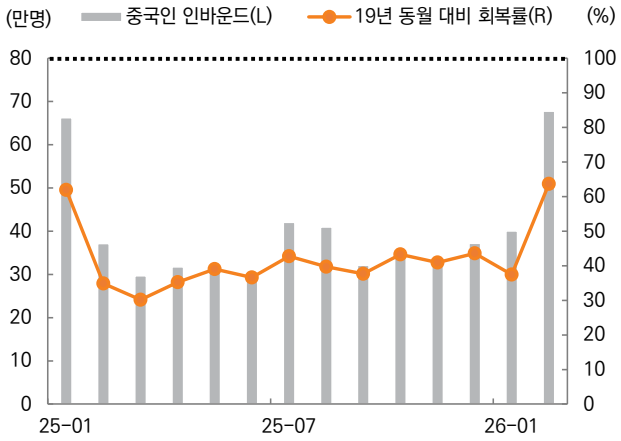
Note: Top5=태국, 일본, 한국, 베트남, 싱가포르 순(마카오, 홍콩 제외)
자료: 각국 관광청, 미래에셋증권 리서치센터

그림 28. 일본의 중국인 인바운드 회복률: 중일 갈등 이후 급락



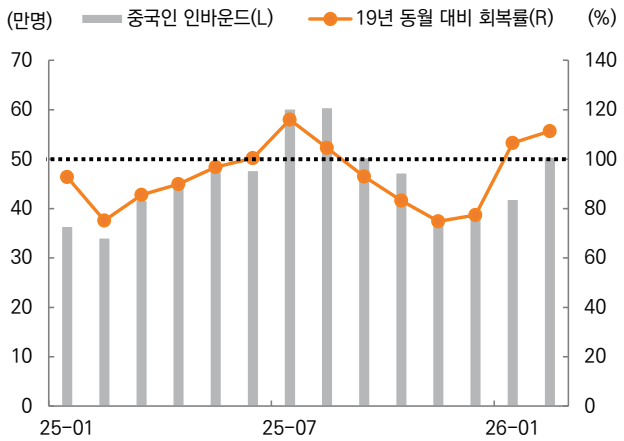
자료: 일본관광청, 미래에셋증권 리서치센터

그림 29. 태국의 중국인 인바운드 회복률:
중국인 납치 사건 등 치안 우려로 수요 침체



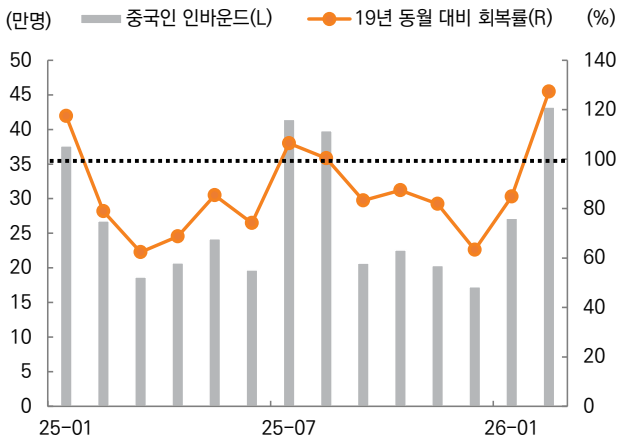
자료: 태국관광청, 미래에셋증권 리서치센터

그림 30. 한국의 중국인 인바운드 회복률: 반등 감지



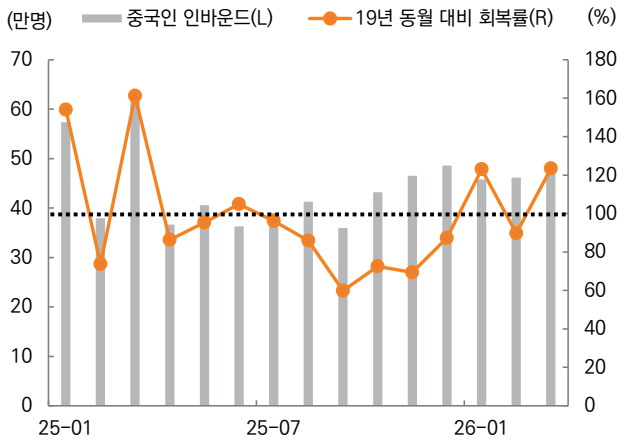
자료: 한국관광공사, 미래에셋증권 리서치센터

그림 31. 싱가포르의 중국인 인바운드 회복률: 한국과 흐름 유사



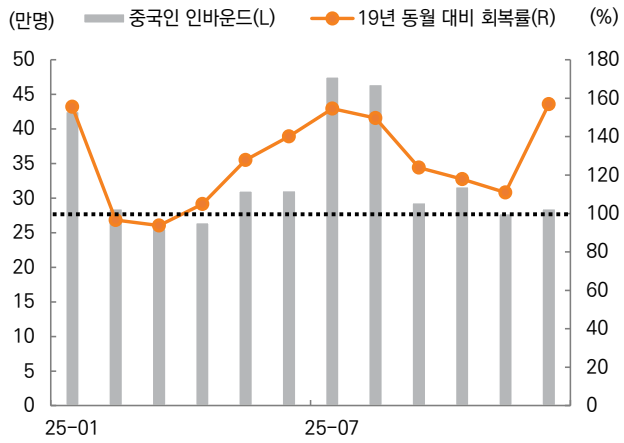
자료: 싱가포르관광청, 미래에셋증권 리서치센터

그림 32. 베트남의 중국인 인바운드 회복률



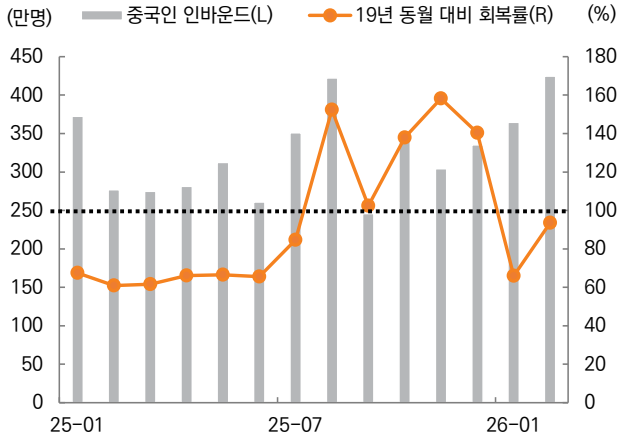
자료: 베트남관광청, 미래에셋증권 리서치센터

그림 33. 말레이시아의 중국인 인바운드 회복률



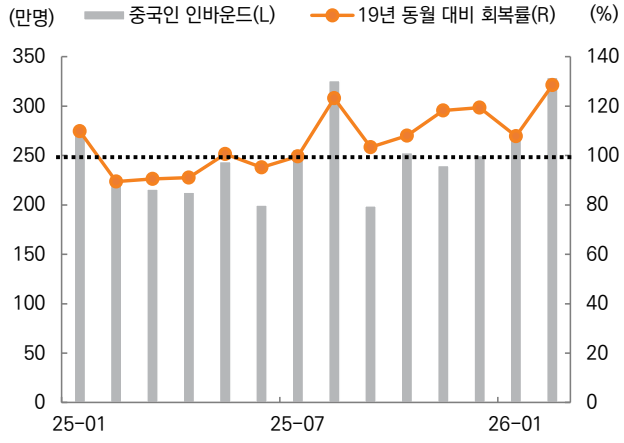
자료: 말레이시아관광청, 미래에셋증권 리서치센터

그림 34. 홍콩의 중국인 인바운드 회복률



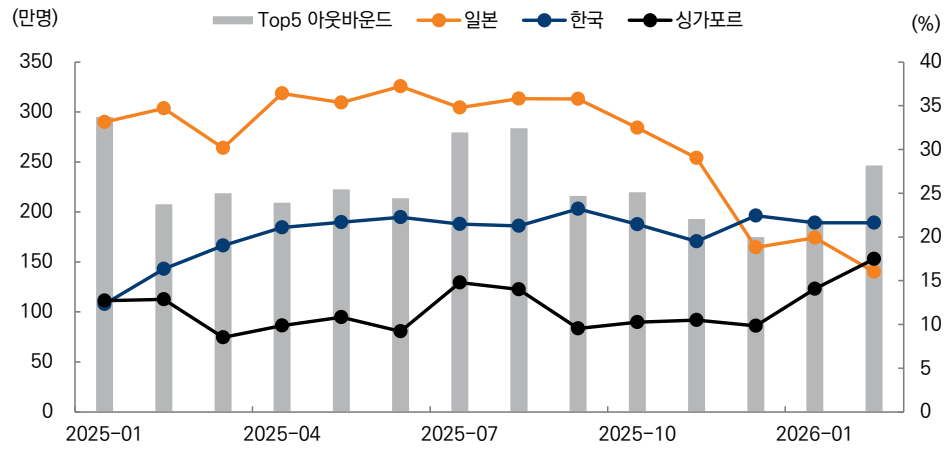
자료: 홍콩관광청, 미래에셋증권 리서치센터

그림 35. 마카오의 중국인 인바운드 회복률



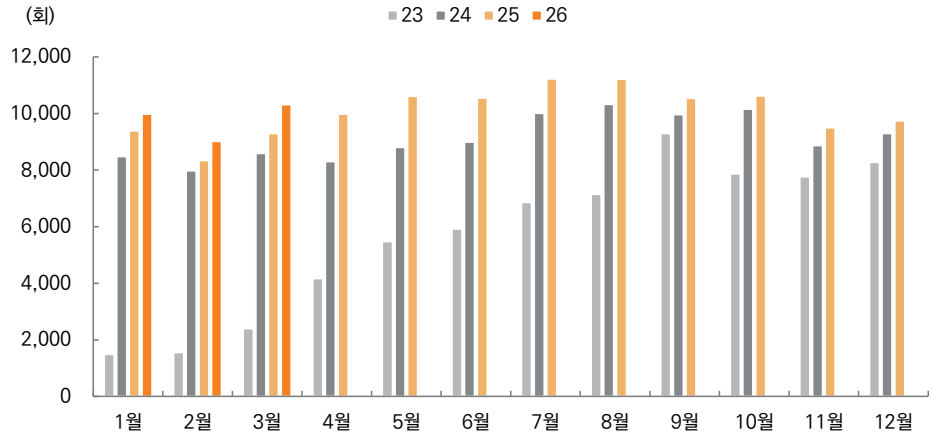
자료: 마카오관광청, 미래에셋증권 리서치센터

그림 36. 중국인 Top5 국가 아웃바운드와 주요 국가별 점유율 추이: 한국/동남아 반등 vs 일본 하락



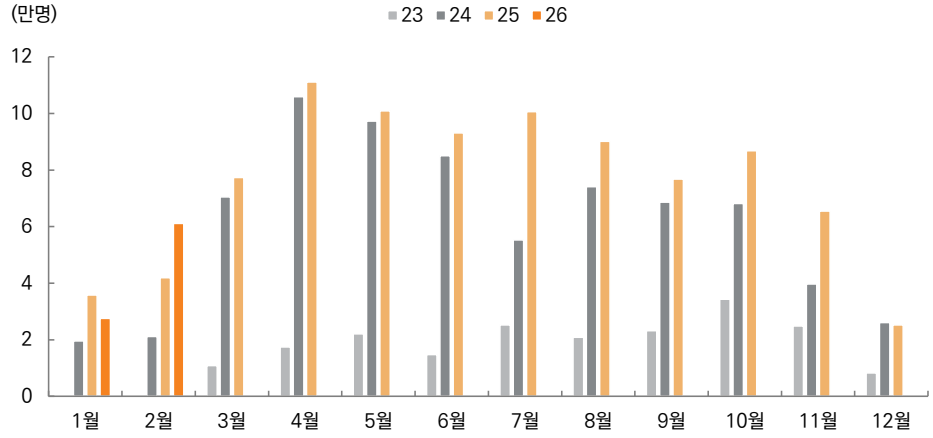
Note: Top5=태국, 일본, 한국, 베트남, 싱가포르 순(마카오, 홍콩 제외)
자료: 각국 관광청, 미래에셋증권 리서치센터

그림 37. 한중 항공노선 운항 횟수:
매년 증편 추세. 각국 국적기 4월 전후 중국 주요 주요도시 추가 증편 계획



자료: 항공포털, 미래에셋증권 리서치센터

그림 38. 크루즈 입국객 추이(중국인 비중 높음)



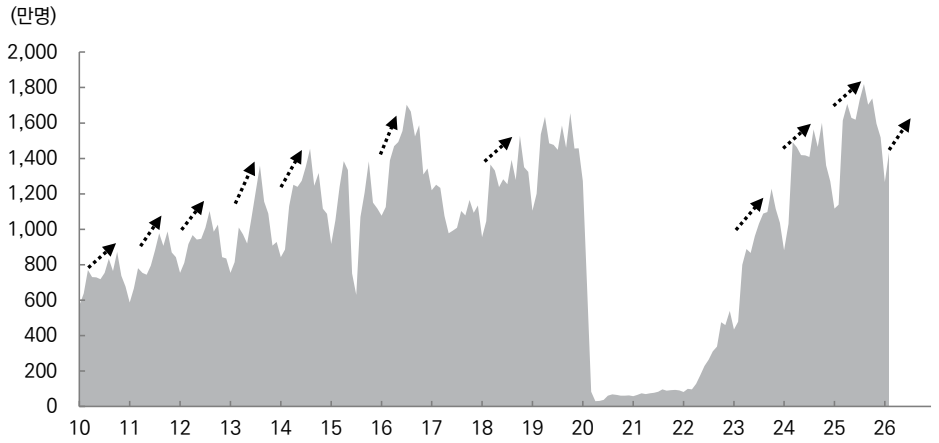
자료: 한국관광공사, 미래에셋증권 리서치센터

2) 본격 성수기 진입. 인바운드 종목 매수 적기 도래

4월 이후로 본격적인 여행 성수기에 진입한다. **날씨가 따뜻해지면서 여행하기 좋아지고 있으며, 5월 중국 노동절/일본 골든 위크 등을 비롯한 다수의 휴일, 6월~8월은 방학시즌으로 성수기**가 이어진다. 1~2월 인바운드를 통해 본격 성수기 전부터 강한 관광 수요가 증명되었다. 중국인은 회복 추세에 있지만 1~2월 기준으로는 동남아의 회복이 특히 더 강했는데, 계절적 영향으로 보여 진다(한국 혹한기 vs 동남아 건기로 최성수기). **한국의 성수기 계절성을 감안하면 방한 중국인 회복은 4월 이후로 더 가팔라질 것**으로 예상한다.

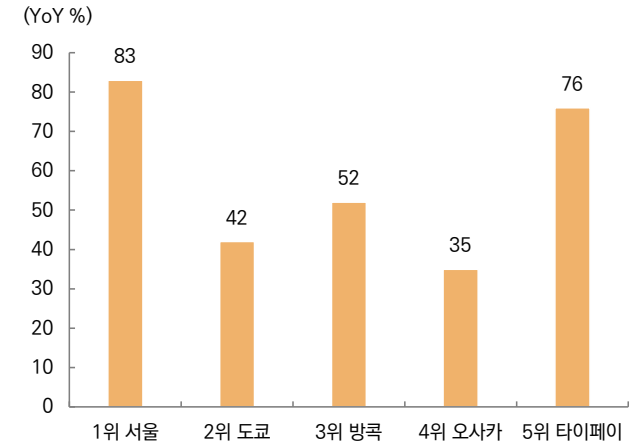
트립닷컴에 따르면 올해 봄꽃 시즌에 글로벌 항공권 예약량 1위를 도쿄, 오사카를 제치고 서울이 차지했다고 한다. **2~3분기 성수기 인바운드에 대한 기대감을 충분히 가져도 되는 구간**이다. **외국인 인바운드 노출도가 높은 기업들, 특히 중국인 수혜가 큰 종목들에 대해 매수 타이밍**으로 판단한다.

그림 39. 월별 외국인 인바운드 추이: 2~3분기 성수기



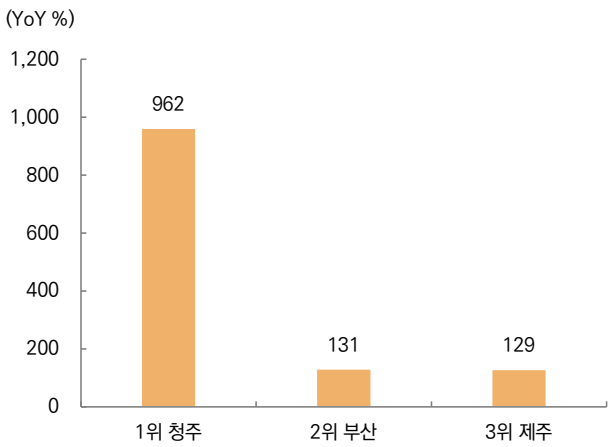
자료: 한국관광공사, 미래에셋증권 리서치센터

그림 40. 봄꽃 시즌 글로벌 항공권 예약량 순위와 전년비 증가율: 서울이 일본을 제치고 1위



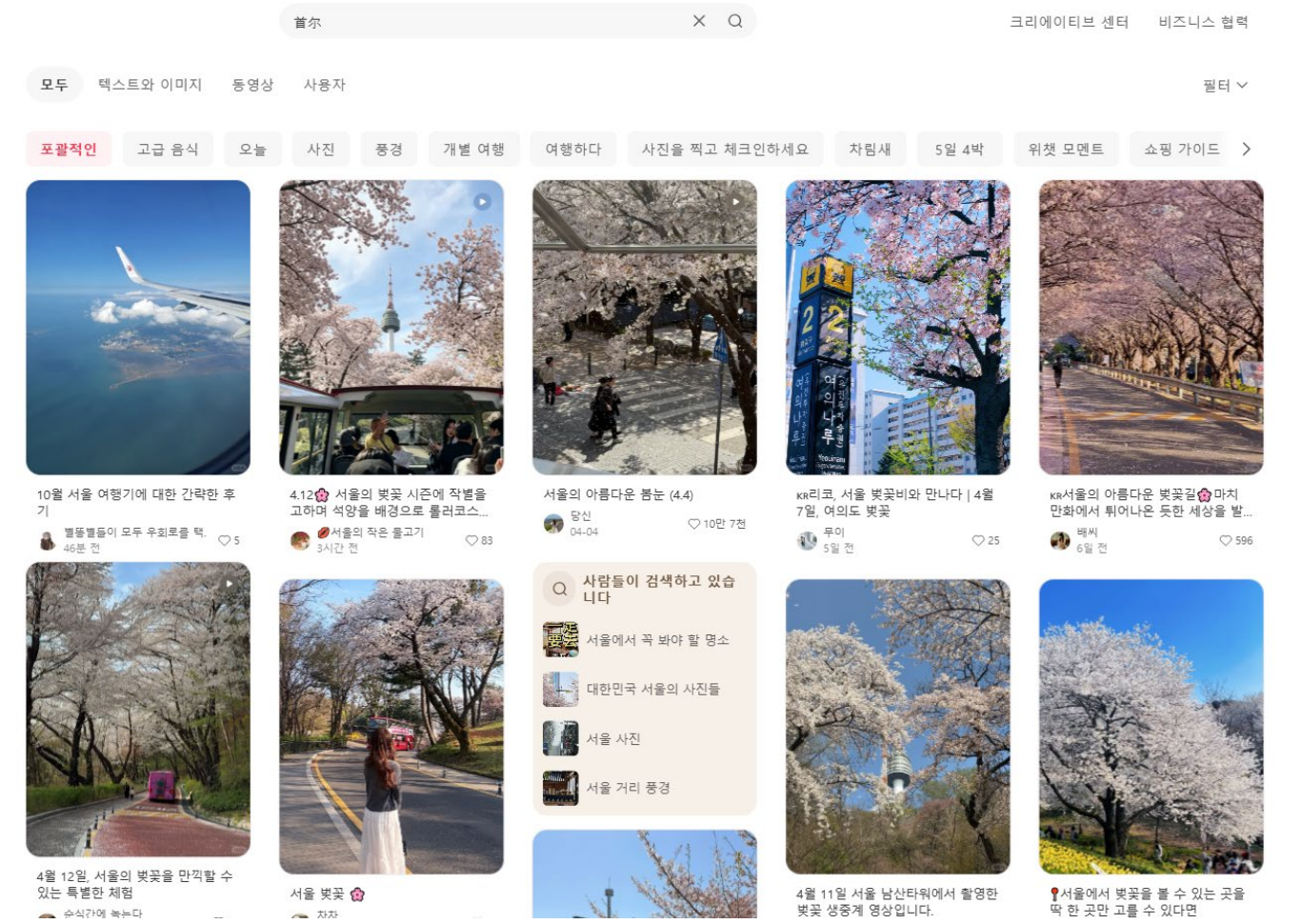
Note: 3/20~5/3 기준
자료: 트립닷컴, 미래에셋증권 리서치센터

그림 41. 봄꽃 시즌 방한 항공권 도시별 증가율: 지방 도시 수혜 본격화



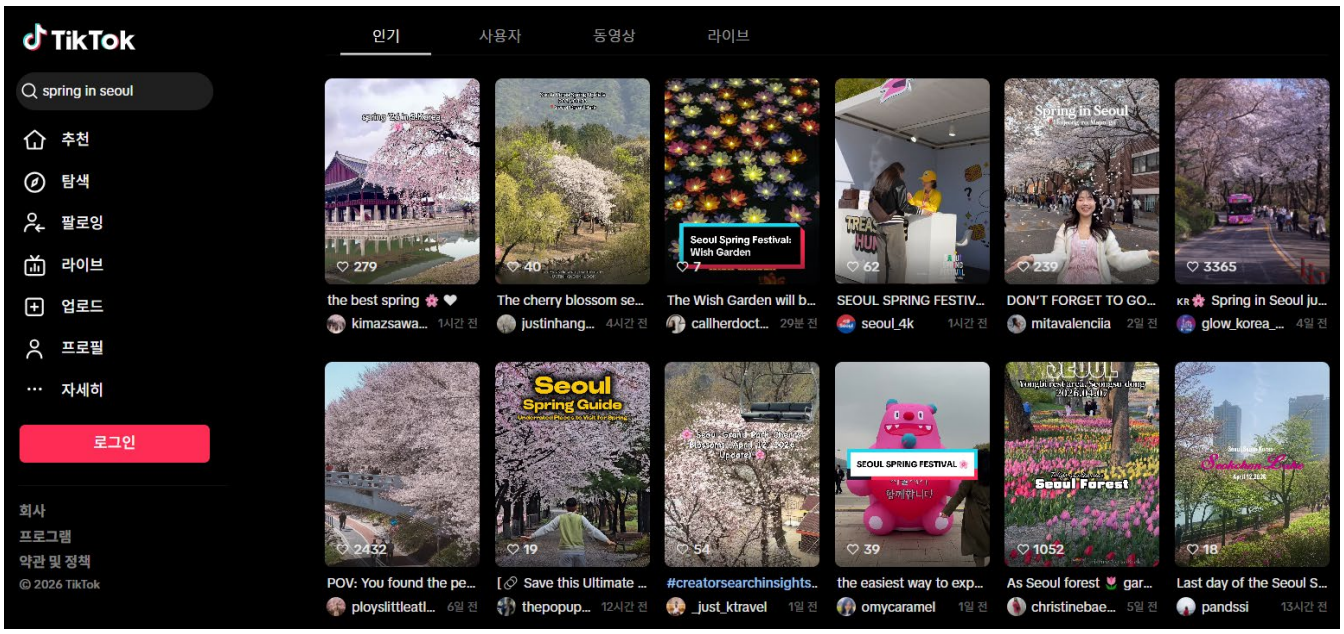
Note: 3/20~5/3 기준
자료: 트립닷컴, 미래에셋증권 리서치센터

그림 42. 4월 기준 샤오홍슈 #首尔(서울) 상단 피드



자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 43. 4월 기준 틱톡 #sping in seoul 상단 피드



자료: 미래에셋증권 리서치센터

II. Q: 2026년 외국인 인바운드 2,129만명(YoY +12%) 전망

2026년 외국인 인바운드는 전년비 12% 확대된 2,129만명으로 전망한다. 일본인을 비롯한 **중국인 외 국적 외국인은 추세 성장 중으로 올해도 꾸준한 성장**이 예상된다(YoY +10% 가정). **중국인에 대해서는 한한령으로 인한 방일 중국인 감소분이 한국으로 얼마나 전환될지가 핵심**이다.

과거 한한령 구간 일본의 반사수혜 사례를 참고하여 추정하기로 한다. 한한령 조치 이후 5개월 뒤부터 본격적으로 반사수혜가 나타나기 시작했으며(항공편 조정, 여행 성수기 시차 등의 영향으로 판단), 중국인 방한 수요의 약 15~20% 정도가 일본으로 대체된 것으로 추정된다. 이전 사례가 동일하게 반복된다면 **한한령으로 인한 한국의 반사수혜는 2분기부터 본격화될 것으로 예상되며(중일 갈등 영향 25년 12월부터 타격), 올해 중국인 인바운드는 642만명(YoY +17%)으로 기대**된다.

물론 중일 갈등 방향성에 따라 가정은 바뀔 수 있다. 한한령보다 빠르게 봉합된다면 반사수혜 폭은 제한될 수 있겠으나, 최소한 Pre-Covid를 원복하는 수준으로 예상해도(602만명) 올해 중국인 인바운드는 전년비 10% 성장하게 된다. 보수적인 가정 하에서도 인바운드 두 자릿수 성장은 무난할 것으로 보인다.

표 6. 한한령 구간 월간 방한, 방일 인바운드

	방한 인바운드(만명)				YoY %				방일 인바운드(만명)				YoY %			
	전체	중국	일본	기타국적	전체	중국	일본	기타국적	전체	중국	일본	기타국적	전체	중국	일본	기타국적
2017-01	122	57	15	50	13.3	8.3	13.1	19.6	230	63	63	104	24.0	32.7	21.5	20.6
2017-02	125	59	19	48	11.2	8.1	28.1	9.4	204	51	60	93	7.7	2.2	22.4	2.7
2017-03	123	36	27	60	-11.2	-40.0	22.4	6.2	221	51	49	121	9.8	2.2	30.5	6.3
2017-04	108	23	17	68	-26.8	-66.6	-5.4	11.5	258	53	55	150	23.8	2.7	56.7	23.3
2017-05	98	25	16	57	-34.5	-64.1	-10.8	-7.1	229	52	56	122	21.2	2.0	85.0	12.3
2017-06	99	25	17	57	-36.2	-66.4	-6.9	-7.6	235	59	57	119	18.2	0.8	63.9	12.8
2017-07	101	28	17	56	-40.8	-69.3	-8.4	-7.2	268	78	64	126	16.8	6.8	44.1	12.4
2017-08	110	34	23	54	-33.7	-61.2	0.6	-4.9	248	82	62	104	20.9	21.1	35.3	13.5
2017-09	108	32	22	54	-29.2	-56.1	5.4	-8.3	228	68	56	105	18.9	29.9	29.3	8.3
2017-10	117	35	18	64	-26.6	-49.3	-20.9	-5.8	260	66	62	131	21.5	31.2	37.9	11.1
2017-11	109	30	21	58	-16.5	-42.1	0.1	0.3	238	62	57	119	26.8	43.7	32.8	17.1
2017-12	113	33	19	61	-15.6	-37.9	-1.8	-0.5	251	56	68	127	22.5	32.1	37.2	12.5
2018-01	96	31	17	48	-21.7	-46.0	7.9	-3.3	250	63	80	107	8.9	0.2	28.4	2.5
2018-02	105	35	17	53	-16.5	-41.5	-9.1	11.7	251	72	81	99	23.2	40.7	34.5	6.4
2018-03	137	40	29	67	10.7	11.8	7.3	11.7	261	59	62	139	18.2	16.7	26.8	15.3
2018-04	133	37	21	75	23.8	60.9	29.0	10.1	290	68	64	158	12.5	29.2	15.3	5.6
2018-05	124	37	23	64	26.6	46.1	42.6	13.3	268	67	64	137	16.6	29.2	14.5	12.2
2018-06	128	38	24	67	29.3	49.0	40.2	17.2	270	76	61	134	15.3	29.5	6.5	12.4
2018-07	125	41	23	61	24.4	45.9	35.1	10.3	283	88	61	135	5.6	12.6	-5.7	7.1
2018-08	139	48	32	60	26.1	40.9	38.9	11.4	258	86	59	112	4.1	4.9	-4.3	8.5
2018-09	128	43	25	60	18.5	36.4	12.7	10.4	216	65	48	103	-5.3	-3.7	-13.8	-1.8
2018-10	153	48	29	76	31.1	37.6	61.7	19.0	264	72	57	135	1.7	7.7	-7.9	3.3
2018-11	135	40	30	65	23.5	35.1	40.5	11.3	245	62	59	125	3.0	-0.8	3.7	4.7
2018-12	132	42	26	65	16.8	25.2	33.5	6.8	263	60	68	135	4.7	6.2	0.4	6.4

자료: 한국관광공사, 일본관광청, 미래에셋증권 리서치센터

표 7. 중일 갈등 구간 월간 방한, 방일 인바운드 추정(Base case: 전환율 20% 가정)

	방한 인바운드(만명)				YoY %				방일 인바운드(만명)				YoY %			
	전체	중국	일본	기타국적	전체	중국	일본	기타국적	전체	중국	일본	기타국적	전체	중국	일본	기타국적
2025-01	112	36	17	58	26.8	30.1	22.0	26.3	378	98	97	183	40.7	135.7	12.8	29.6
2025-02	114	34	22	57	10.5	-0.8	22.0	14.0	326	72	85	169	16.9	57.3	3.5	11.8
2025-03	161	42	38	81	8.2	6.5	13.2	6.9	350	66	69	214	13.5	46.2	4.3	9.1
2025-04	171	44	26	101	16.7	7.8	12.5	22.4	391	77	72	242	28.5	43.4	9.1	31.1
2025-05	163	48	29	85	14.9	22.6	4.7	14.6	369	79	83	208	21.5	44.8	11.8	18.3
2025-06	162	48	29	86	14.2	20.1	11.1	12.3	338	80	73	185	7.6	19.9	3.8	4.4
2025-07	173	60	30	83	23.1	31.2	23.4	17.7	344	97	68	178	4.4	25.5	-10.4	1.5
2025-08	182	60	38	84	16.4	19.6	17.1	14.0	343	102	66	175	16.9	36.6	8.0	11.0
2025-09	170	50	37	83	16.3	19.0	19.3	13.4	327	78	67	182	13.7	18.9	2.1	16.5
2025-10	174	47	32	95	8.7	20.5	-2.0	7.3	390	72	87	231	17.6	22.8	18.5	15.8
2025-11	160	38	36	86	17.3	26.9	6.4	18.6	352	56	82	213	10.4	3.0	10.0	12.7
2025-12	152	39	30	82	19.5	28.4	21.7	14.9	362	33	97	231	3.7	-45.3	12.3	14.6
2026-01	127	42	23	62	13.3	14.9	29.0	7.5	360	39	118	204	-4.9	-60.7	21.6	11.0
2026-02	143	50	23	69	25.7	48.0	3.7	21.1	347	40	109	198	6.4	-45.2	28.2	17.5
2026-03F	177	46	42	90	9.9	9.5	10.0	10.0	338	26	76	236	-3.2	-60.0	10.0	10.0
2026-04F	190	51	28	111	11.4	15.5	10.0	10.0	376	31	79	266	-3.7	-60.0	10.0	10.0
2026-05F	184	58	32	94	12.8	19.6	10.0	10.0	351	32	91	229	-5.0	-60.0	10.0	10.0
2026-06F	182	56	32	94	12.5	18.4	10.0	10.0	320	36	80	204	-5.4	-55.0	10.0	10.0
2026-07F	195	71	33	91	12.7	17.8	10.0	10.0	315	44	75	196	-8.4	-55.0	10.0	10.0
2026-08F	205	72	42	92	12.8	18.5	10.0	10.0	311	46	73	192	-9.3	-55.0	10.0	10.0
2026-09F	190	58	41	91	11.6	15.4	10.0	10.0	313	39	74	200	-4.2	-50.0	10.0	10.0
2026-10F	194	54	35	104	11.4	15.2	10.0	10.0	386	36	95	254	-1.0	-50.0	10.0	10.0
2026-11F	176	42	40	94	10.5	11.9	10.0	10.0	359	34	91	234	2.0	-40.0	10.0	10.0
2026-12F	165	41	34	90	8.7	5.0	10.0	10.0	395	34	107	254	9.3	2.0	10.0	10.0

Note: 방일 중국인 자체 성장률 5%, 방한 중국인 자체 성장률 Flat 가정
자료: 한국관광공사, 일본관광청, 미래에셋증권 리서치센터

표 8. 연간 방한, 방일 인바운드 추정(Base case: 전환율 20% 가정)

	방한 인바운드(만명)				YoY %				방일 인바운드(만명)				YoY %			
	전체	중국	일본	기타국적	전체	중국	일본	기타국적	전체	중국	한국	기타국적	전체	중국	한국	기타국적
2016	1,724	807	230	688					2,404	637	509	1,258				
2017	1,334	417	231	685	-22.7	-48.3	0.6	-0.3	2,868	741	708	1,419	19.3	16.3	39.1	12.8
2018	1,535	479	295	761	15.1	14.9	27.6	11.0	3,119	838	763	1,518	8.8	13.1	7.8	7.0
2019	1,750	602	327	821	14.0	25.8	11.0	7.9	3,188	959	558	1,670	2.2	14.4	-26.9	10.0
2023	1,103	202	232	670					2,507	243	696	1,568	-21.4	-74.7	24.7	-6.1
2024	1,637	460	322	854	48.4	127.9	39.2	27.6	3,687	698	882	2,107	47.1	187.2	26.7	34.4
2025	1,894	548	365	980	15.7	19.1	13.3	14.8	4,268	910	946	2,413	15.8	30.4	7.3	14.5
2026F	2,129	642	404	1,083	12.4	17.2	10.5	10.5	4,170	434	1,067	2,669	-2.3	-52.3	12.8	10.6

자료: 한국관광공사, 일본관광청, 미래에셋증권 리서치센터

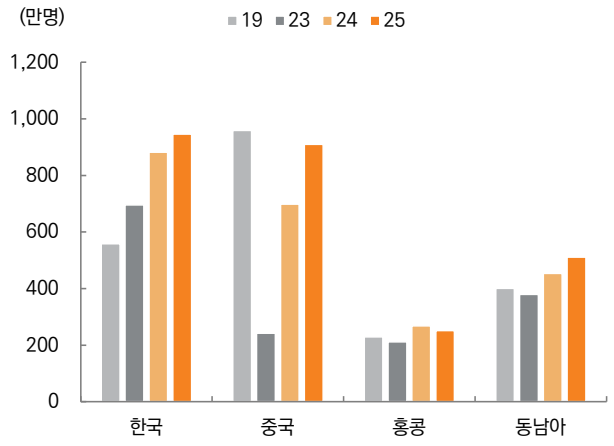
III. P: 중국인 믹스 상승 효과 예상

방한 외국인의 평균 소비액은 **중국인 믹스 상승으로 인해 증가**할 가능성이 높다고 판단한다. 중국인 관광객의 여행 소비는 기타 국적 관광객 대비 1인당 지출 규모가 크고 쇼핑 비중이 특히 큰 점이 특징적이다.

일본의 경우 23~24년 중국인 인바운드가 한국보다 우선적으로 회복했던 구간에 중국인 믹스 상승으로 인해 외국인 객수와 객단가가 모두 큰 폭으로 상승했다. **쇼핑 지출만 비교하면 중국인이 전체 외국인 평균 대비 두배 가까이 지출**하였다. 중국인 관광객의 높은 소비 성향은 쇼핑 품목 영향이 크다고 분석된다. 중국인의 주력 쇼핑 품목이 화장품, 의류, 신발/가방(가죽제품), 보석/귀금속 등 **고가 카테고리에 집중**되어 있기 때문이다. 해당 구간 엔저로 인해 소비 여력도 컸을 것으로 추정된다. 이 추세가 이어지면서 25년 방일 외국인 객수는 한국인이 가장 큰 비중을 차지했지만, 관광 소비는 중국인이 가장 크게 기여하게 되었다.

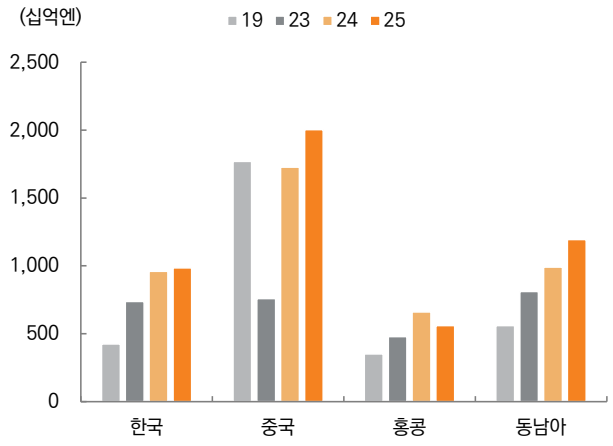
한국의 외국인 객단가도 **동일한 방향성으로 흘러갈 것**으로 예상한다. 현재까지 추세는 중국인 관광객 회복 지연과 따이공 믹스 하락으로 인해 왜곡되어 하락 추세로 보여 진다. 다만 25년 이후로 따이공 수요는 하향 안정화되어 변수가 될 가능성이 낮아졌고, 26년부터 중국인 관광객의 유의미한 반등이 예상되는 바, 객단가 상승세를 전망한다. 엔저 구간과 유사하게 환율도 한국 관광 산업에 유리하게 전개되는 모습이다. 후술하겠지만 **백화점에서 중국인의 명품 소비 효과가 이미 크게 나타나고 있다**.

그림 44. 국적별 방일 외국인: 한국인 1위



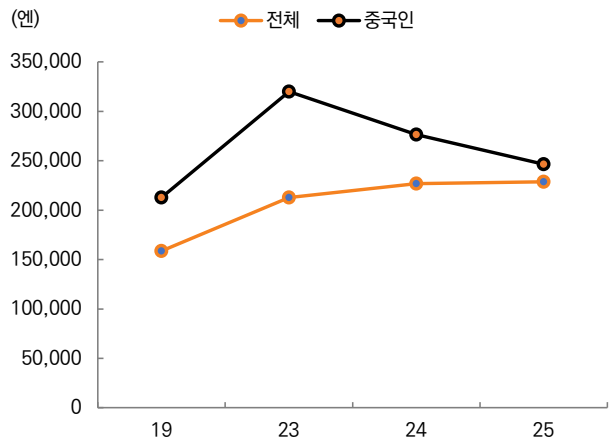
자료: 일본관광청, 미래에셋증권 리서치센터

그림 45. 방일 외국인 국적별 관광 소비 총액: 중국인 1위. 높은 객단가 효과



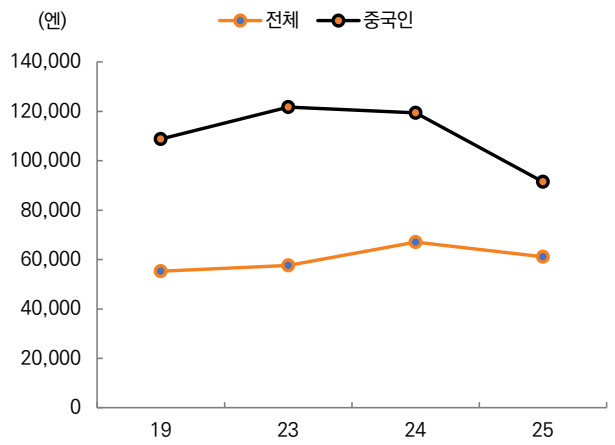
자료: MLIT, 미래에셋증권 리서치센터

그림 46. 방일 외국인 인당 지출액: 중국인 객단가 평균 상회



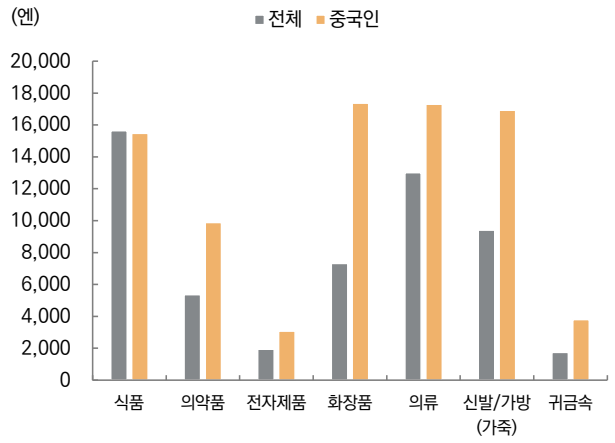
자료: MLIT, 미래에셋증권 리서치센터

그림 47. 방일 외국인 인당 쇼핑 지출액: 쇼핑 지출에서 특히 큰 차이



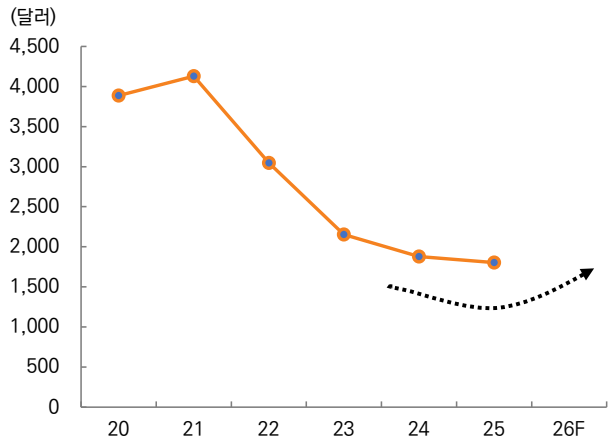
자료: MLIT, 미래에셋증권 리서치센터

그림 48. 방한 외국인 쇼핑 품목별 지출액: 중국인 고가 품목 소비 압도적



자료: MLIT, 미래에셋증권 리서치센터

그림 49. 방한 외국인 1인당 지출액: 중국인 관광객 회복 지연+따이공 믹스 하락으로 하락세 → 국인 관광객 회복으로 상승 전환 전망



자료: 한국관광공사, 미래에셋증권 리서치센터

표 9. 방일 외국인 인당 지출액 (엔)

	인당 소비지출	숙박비	음식비	교통비	오락·서비스	쇼핑비
2019	158,531	53,420	32,136	16,509	12,355	55,277
2023	212,764	79,541	46,144	23,995	18,786	57,663
2024	226,851	81,761	46,456	24,033	17,506	67,076
2025	228,782	84,057	50,221	22,933	10,295	61,136

자료: MLIT, 미래에셋증권 리서치센터

표 10. 방일 중국인 인당 지출액 (엔)

	인당 소비지출	숙박비	음식비	교통비	오락·서비스	쇼핑비
2019	212,783	45,217	36,631	15,233	6,914	108,788
2023	320,058	88,265	60,647	25,876	23,553	121,717
2024	276,595	73,143	49,728	21,995	12,378	119,351
2025	246,550	73,466	51,581	19,382	10,538	91,457

자료: MLIT, 미래에셋증권 리서치센터

IV. 항공권은 참을만 하고, 환율은 보너스

1. 항공권: 단거리 노선 유류할증료 부담 제한적

유가 리스크가 커지면서 유류할증료도 크게 인상되었다. 유류할증료가 부담스러운 수준까지 오르면 여행 수요가 억제될 수 있다. 유류할증료는 전월 특정 기간의 평균 유가 변동을 해당월의 할증료로 반영하는 구조로, 3월 유가 상승으로 인해 4월 유류할증료가 큰 폭으로 상승하게 되었다.

하지만 **단거리 노선에 대한 영향은 여행 수요를 억제할 수준으로는 판단되지는 않는다**. 국제선 유류할증료는 거리에 비례하기 때문에 장거리일수록 인상이 큰 구조이다. 한중일 주요 항공사의 4월 유류할증료는 전반적으로 오름세이나, 단거리 노선의 경우 대부분 인상 금액이 10만원 미만이다. 왕복 30만원이 40만원이 되는 정도로 인상 폭은 크지만 금액 기준으로는 아주 부담스럽지는 않다. 일본 항공사의 경우 2개월 단위로 유류할증료를 책정하여 5월까지 금액이 고정되는 점도 부담을 경감하는 부분이다.

다만 장거리 노선에 대해서는 부담이 40만원으로 크게 확대되어 여행 수요가 일부 영향받을 수 있고, 향후 유가 향방 역시 여전히 변수로 남아 있다. 아주 긍정적이지는 않지만, 인접 국가 관광 수요가 높고 중국인 회복이 특히 중요한 우리나라 관광 산업 입장에서 과도하게 우려할 상황도 아니라고 판단된다.

표 11. 한중일 주요 항공사 4월 유류할증료

	대한항공			중국남방항공			일본항공		
	3월	4월	왕복 1인당 추가 부담금	3월	4월	왕복 1인당 추가 부담금	3월	4월	왕복 1인당 추가 부담금
단거리(한중일)	13,500~ 21,000원	42,000~ 57,000원	57,000~ 72,000원	USD10~ USD21	USD29~ USD63	USD38~ USD84	USD9~USD40	USD9~USD40	
중거리(동남아)	25,500~ 45,000원	78,000~ 141,000원	105,000~ 192,000원				USD48~71	USD48~71	
장거리(미주/유럽)	79,500~ 99,000원	276,000~ 303,000원	393,000~ 408,000원				USD94~164	USD94~164	

자료: 각 사, 미래에셋증권 리서치센터

2. 환율: 싸다 싸

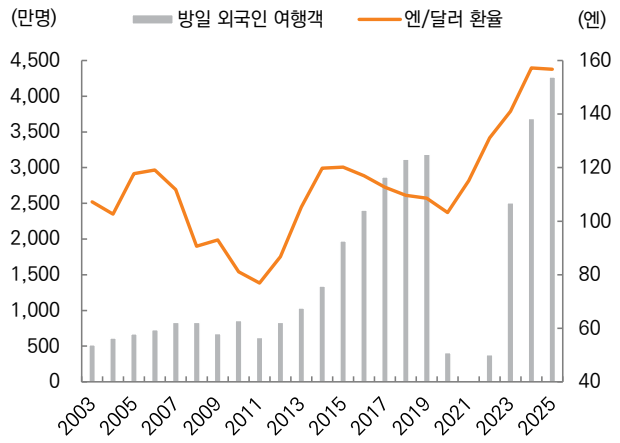
환율은 외국인 관광객의 관광 소비 여력에 직접적인 영향을 미치는 주요한 변수이다. 환율이 비우호적인 경우에는 인바운드가 늘어도 소비로 연결되지 않을 수 있고, 환율이 우호적인 경우에는 외국인 구매력이 증대되어 소비 효과가 더 크게 나타날 수 있다.

최근 환율 흐름 상 **한국은 여행 경비가 가장 저렴한 국가** 중 하나가 되었다. 항공권 유류할증료 인상 폭과 비교해도 한국에서의 체류 비용이 훨씬 저렴하기 때문에 오히려 총 여행 경비 측면에서는 더욱 별 영향이 없을 것으로 보인다. 항공권에서 10만원 더 써도 한국에서 10만원 더 싸게 쇼핑하면 된다.

인접한 경쟁 국가들과 비교하면 가성비가 더 돋보이는 모습이다. 일본, 중국, 동남아 등 대비로도 원화가 특히 약세로, 한국 고유의 쇼핑 품목 K-뷰티, K-푸드 뿐 아니라 명품을 비롯한 글로벌 브랜드, 공산품도 한국 가격이 경쟁력 있는 상황으로 파악된다.

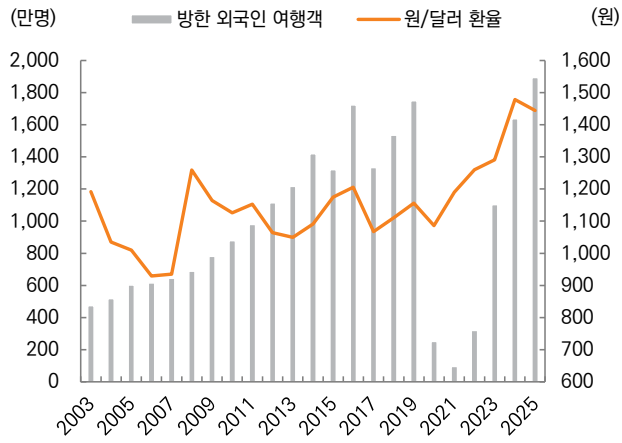
한편 **내국인 입장에서는 해외 여행, 쇼핑 수요가 제약될 것**으로 예상된다. 엔저 구간 내국인의 명품 소비 수요가 일본으로 유출된 바 있다. 내수 소비에 추가적으로 긍정적인 부분이다.

그림 50. 방일 외국인과 환율



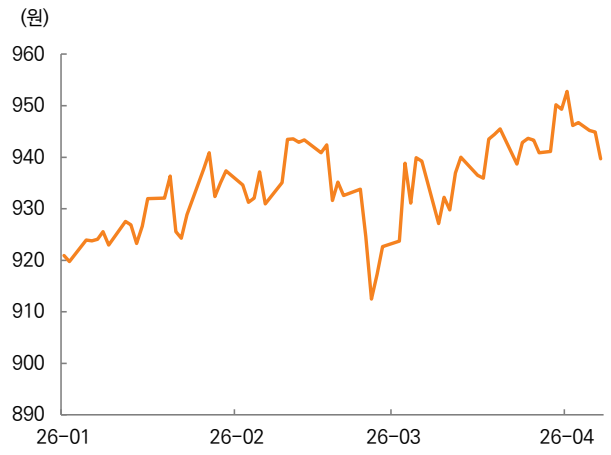
자료: MLIT, 미래에셋증권 리서치센터

그림 51. 방한 외국인과 환율



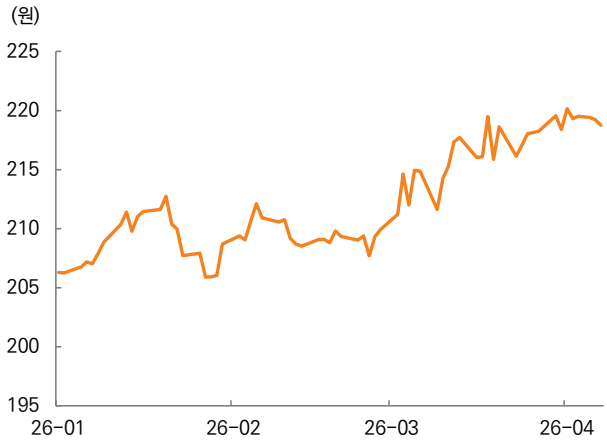
자료: 한국관광공사, 미래에셋증권 리서치센터

그림 52. 원/엔 환율



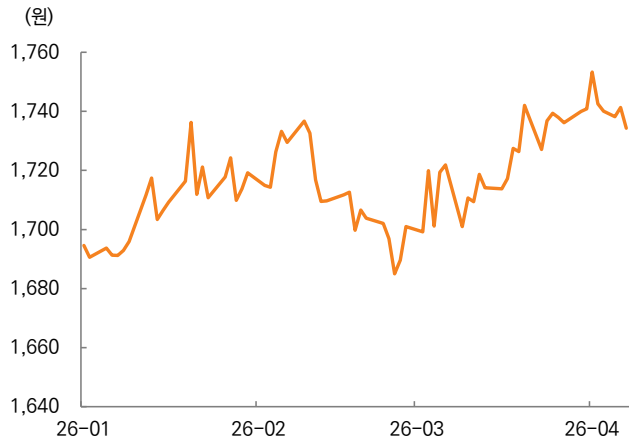
자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 53. 원/위안 환율



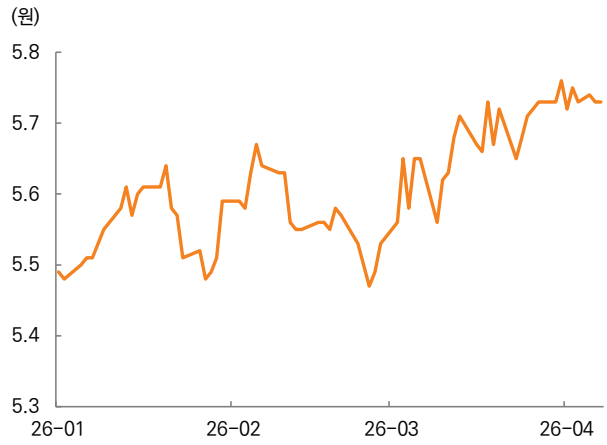
자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 54. 원/유로 환율



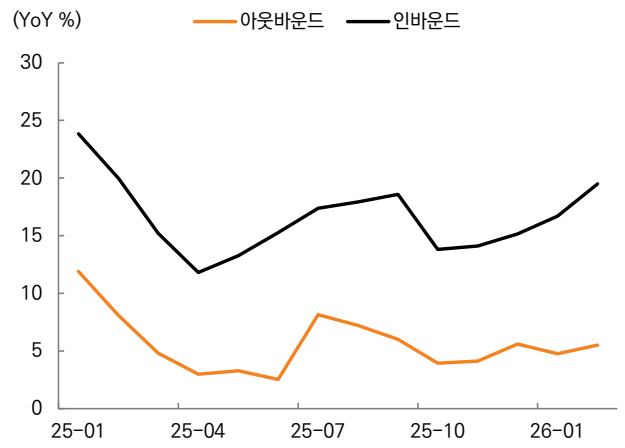
자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 55. 원/베트남동 환율



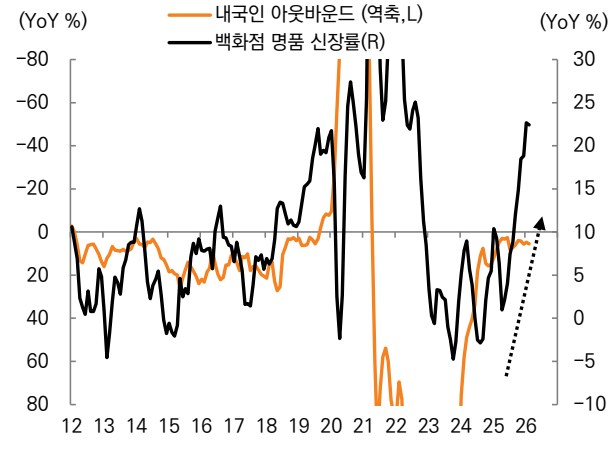
자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 56. 한국 인바운드 성장률 vs 아웃바운드 성장률: 인바운드 가속화, 아웃바운드 정체



자료: 한국관광공사, 미래에셋증권 리서치센터

그림 57. 내국인 해외여행과 명품 소비



자료: 한국관광공사, 산업통상자원부, 미래에셋증권 리서치센터

V. 섹터별 수혜 예상

1. 유통: 백화점 최대 수혜 여전, 면세점까지 회복 감지

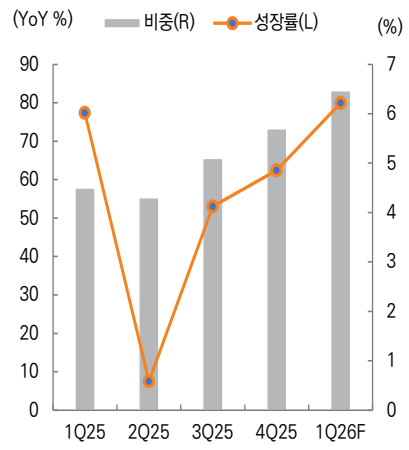
1) 백화점

백화점에 대한 외국인의 높은 쇼핑 선호도가 이어지고 있다. 한국 여행의 필수 코스로 자리 매김한 가운데 환율 효과까지 더해져 외국인의 구매력이 집중되고 있기 때문이다. 이로 인해 **백화점은 유통 채널 중 외국인 인바운드에 대한 가장 큰 수혜를 입고 있으며, 이 추세가 이어질 것으로 예상**한다.

환율 효과는 **명품 수요에 가장 긍정적인 영향**을 미친다. 외국인의 백화점 소비 품목 중 명품 비중은 5~60%로 내국인 소비의 명품 비중 3~40%를 유의미하게 상회하고 있다. 외국인 소비 내에서 국적별로도 명품 선호도가 높은 중국인 비중이 과반 이상으로 파악된다. 객단가가 큰 품목과 국적인 만큼 백화점 성장률에 기여가 크게 나타나고 있으며, 특히 **명품 구색이 좋고 중국인의 필수 여행 코스인 명동 상권에 위치한 대형 점포들의 성장이 두드러지고 있다**(1Q26 신세계 본점 40%, 롯데 본점 100% 성장 예상).

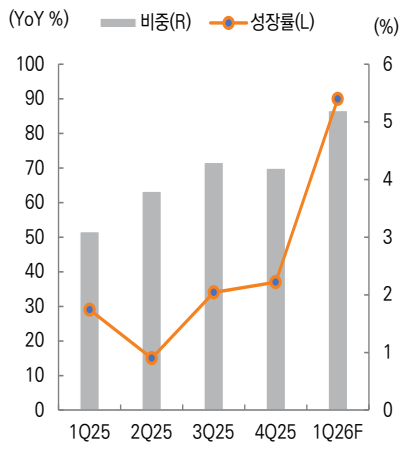
명품 다음으로는 **패션 소비가 좋은 것으로 파악**된다. 서울과 부산 주요 관광 상권에 위치한 백화점과 아울렛을 중심으로 수요가 확인되는 모습이다. **K-패션 브랜드들 소비가 긍정적인 가운데, 알로/아크테릭스 등 글로벌 인지도가 상승세인 해외 브랜드 수요도 강한 것으로 파악**된다. 해당 브랜드들은 프리미엄 전략 하에 무분별한 출점을 지양하고 브랜드 이미지에 우호적인 소수의 사이트에만 출점하고 있다. 한국 주요 상권에 해당 브랜드들 매장이 위치하면서 글로벌 소비 시장에서 한국의 위상이 재확인되는 동시에, 외국인들의 소비도 흡수하는 양상이다.

그림 58. 신세계 백화점 외국인 매출 성장률과 비중: 고성장 + 고비중



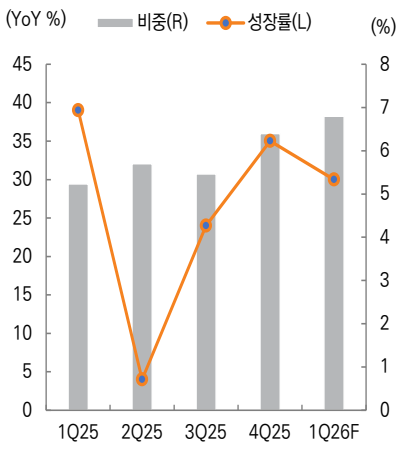
자료: 신세계, 미래에셋증권 리서치센터

그림 59. 롯데 백화점 외국인 매출 성장률과 비중: 고성장 + 비중 상승 중



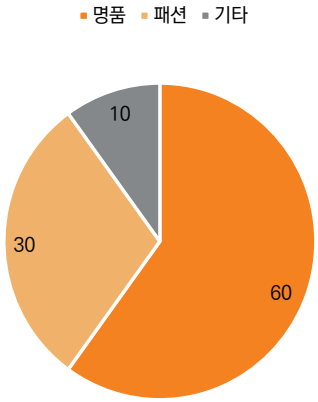
자료: 롯데쇼핑, 미래에셋증권 리서치센터

그림 60. 현대 백화점 외국인 매출 성장률과 비중: 고비중 + 성장 완화



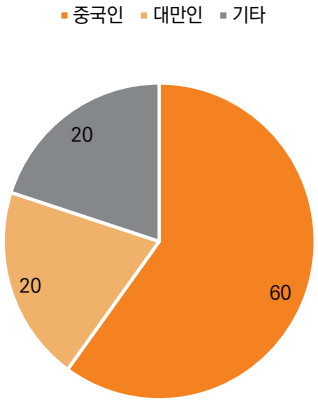
자료: 현대백화점, 미래에셋증권 리서치센터

그림 61. 신세계 외국인 품목별 비중: 명품 비중 높음



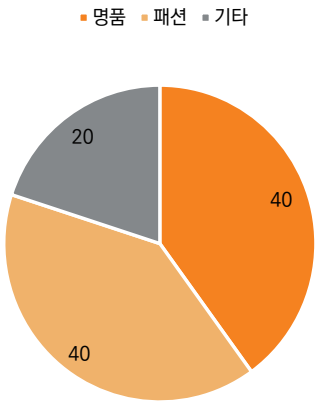
자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 62. 신세계 외국인 국적별 비중: 중국인 비중 높음



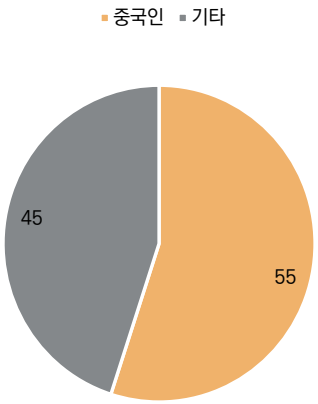
자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 63. 롯데백화점 외국인 품목별 비중: 패션 비중도 고르게 나타남. 부산 점포(아울렛 포함) 기여에 비롯



자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 64. 롯데백화점 외국인 국적별 비중: 중국인 비중 높음



자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 65. 롯데백화점 잠실 알로 매장: 유통사 최대 규모

자료: 언론 보도, 미래에셋증권 리서치센터

그림 66. 알로 한국 매장 현황. 아시아에서는 한국(5개) 태국(3개), 싱가포르(1개)가 전부

한국

도산
서울
도산대로45길 11
대한민국 서울특별시 강남구
월-일: 오전 11시~오후 8시
+82 70-7173-3148

한남
서울
이태원로 260,
대한민국 서울특별시 용산구
월-일: 오전 11시~오후 8시
+82 070-7173-3370

대한민국 서울특별시
서울
Alo Yoga - 더 현대 서울, 2층
영등포구 여의대로 108
더 현대 서울, 07335
월-목: 오전 10:30~오후 8시
금-일: 오전 10:30~오후 8:30
+82 070-7173-3376

롯데백화점 본점
서울
2층 Alo Yoga
롯데백화점 본점
대한민국 서울특별시 중구
남대문로 81, 04533
월~목: 오전 10:30~오후 8시
금~일: 오전 10:30~오후 8:30
+82 070-7173-3378

롯데백화점 잠실점
서울
롯데백화점 잠실점, 1층, Alo
대한민국 서울특별시 송파구
올림픽로 240, 05554
월~목: 오전 10:30~오후 8시
금~일: 오전 10:30~오후 8:30
+82 070-7173-3369

자료: 언론 보도, 미래에셋증권 리서치센터

현재 같은 추세라면 **올해 백화점 매출은 관리 기준 8~9% 수준의 높은 성장**을 달성할 수 있을 전망이다. **견조한 내국인 소비(+6~7%)**에 **외국인 소비가 폭발적으로 기여하는 영향이다(신세계, 롯데 기준 +50% 이상)**. 외국인 소비의 상방이 열려있는 만큼, 외국인 성장률 추이에 따라 전체 성장률 추정 역시 추가 상향될 가능성도 존재한다.

FY23 일본 백화점과 닮아 있다는 판단이다. 해당 구간 이세탄 백화점은 내국인 소비 호조(+7%)와 외국인 소비의 강한 유입(+157%)으로 인해 전체 총매출 성장률 13%, 외국인 매출 비중 9%를 달성하였다. 주가 역시 동일 기간 가장 탄력적으로 움직여 12MF PER 15배에서 25배까지 리레이팅되었다. 한국 백화점 업체들도 리레이팅 중이지만, 오랜 기간 고질적이었던 12MF PER 10배 미만의 절대적 저평가에서 겨우 벗어나서 정체되어 있는 수준이다. **인바운드 핵심 종목으로 업종 리레이팅을 주도할 것으로 기대**한다.

표 12. 신세계백화점 관리 매출 추정

	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26F	2Q26F	3Q26F	4Q26F	2024	2025	2026F
관리 매출(YoY %)	2.5	0.0	5.0	14.0	14.1	9.7	8.2	5.0		5.7	9.0
외국인(YoY %)	**77.4**	**7.5**	**53.0**	**62.5**	**80.0**	**70.0**	**50.0**	**30.0**		**48.0**	**53.6**
내국인(YoY %)	0.5	-0.3	3.3	12.0	11.0	7.0	6.0	3.5		4.1	6.7
외국인 비중(%)	**4.5**	**4.3**	**5.1**	**5.7**	**7.1**	**6.7**	**7.1**	**7.1**	**3.5**	**5.0**	**7.0**

Note: 당사 추정
자료: 미래에셋증권 리서치센터

표 13. 롯데백화점 관리 매출 추정

	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26F	2Q26F	3Q26F	4Q26F	2024	2025	2026F
관리 매출(YoY %)	0.1	-0.4	3.1	8.0	12.5	9.8	7.9	5.5		2.9	8.7
외국인(YoY %)	**29.3**	**14.7**	**34.3**	**37.4**	**90.0**	**80.0**	**50.0**	**50.0**		**29.0**	**64.7**
내국인(YoY %)	-0.6	-0.9	2.0	7.0	10.0	7.0	6.0	3.5		2.0	6.5
외국인 비중(%)	**3.1**	**3.8**	**4.3**	**4.2**	**5.2**	**6.2**	**6.0**	**6.0**	**3.1**	**3.9**	**5.9**

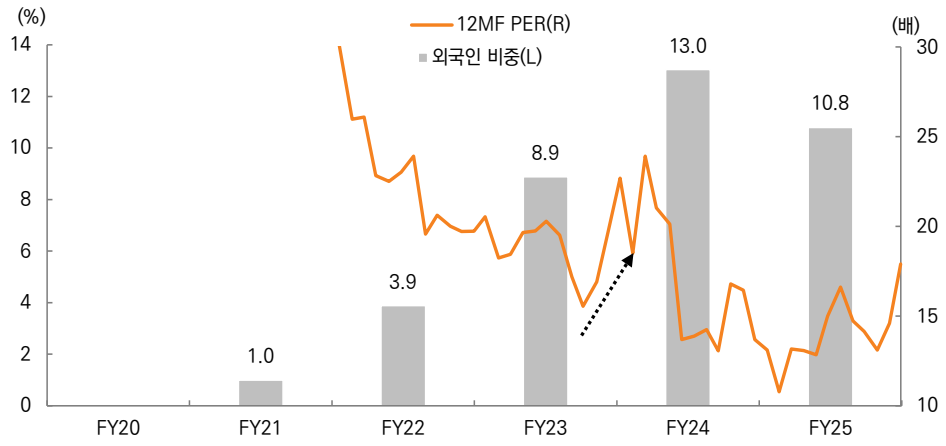
Note: 당사 추정
자료: 미래에셋증권 리서치센터

표 14. 이세탄백화점 매출 추이

	FY2022	FY2023	FY2024	FY2025F
총매출(YoY %)	19.3	12.5	6.7	-0.5
외국인(YoY %)	364.8	157.2	56.3	-17.4
내국인(YoY %)	15.8	6.7	1.9	2.0
외국인 비중(%)	3.9	8.9	13.0	10.8

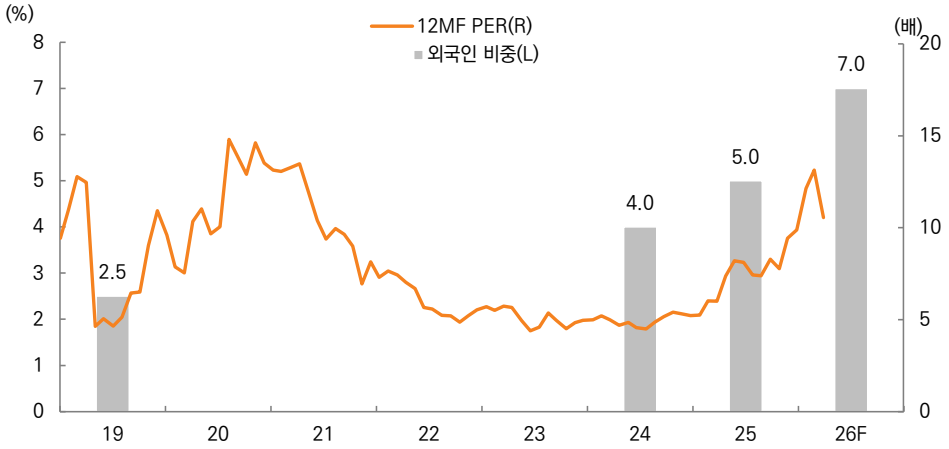
Note: 3월 결산 법인
자료: 이세탄미츠코시, 미래에셋증권 리서치센터

그림 67. 이세탄미츠코시 외국인 비중과 밸류에이션



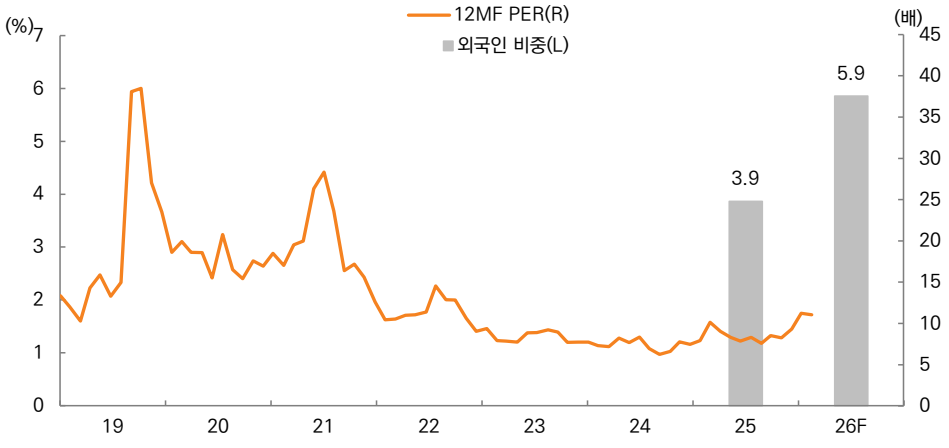
자료: 이세탄미츠코시, 미래에셋증권 리서치센터

그림 68. 신세계 외국인 비중과 밸류에이션



자료: 신세계, 미래에셋증권 리서치센터

그림 69. 롯데쇼핑 외국인 비중과 밸류에이션



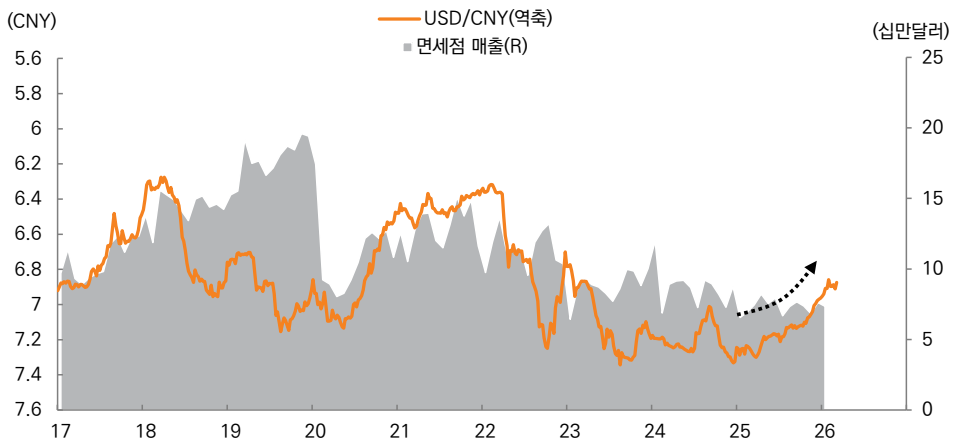
자료: 롯데쇼핑, 미래에셋증권 리서치센터

2) 면세점

면세점은 과거 대표적인 인바운드 채널이었으나, 외국인의 소비 패턴이 백화점과 주요 로드샵 상권으로 이동하면서 그간 인바운드 수혜를 체감하지 못했다. 하지만 최근 영업 환경이 점진 개선되는 중으로 파악되어 실적 가시성이 개선될 것으로 예상한다. **영업 환경 개선은 중국인 유입과 더불어 위안화 강세 효과가 주효**한 것으로 판단한다. 면세점과 백화점의 주력 카테고리인 명품, 화장품 등의 품목은 가격이 구매 의사에 가장 중요한 변수이다. 면세점 가격이 괜찮다면 면세점에서도 구매할 유인이 충분하다. 외국인 수혜를 일부 받을 수 있는 환경으로 판단된다.

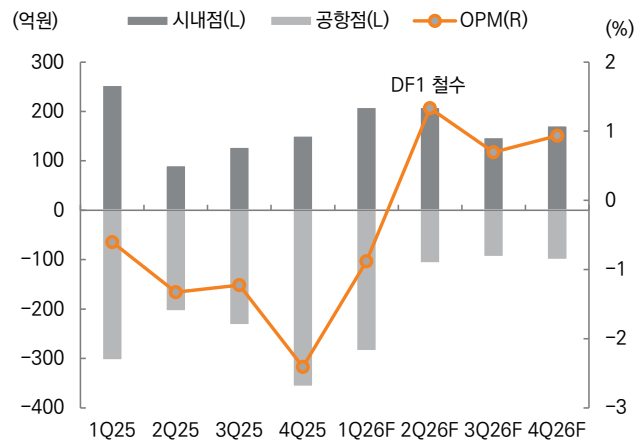
면세점은 지난 수년간 경영 위기를 겪으면서 **비용을 최대한 효율화**해둔 상황이다. 면세점의 가장 큰 비용인 임차료와 지급수수료 모두 안정화되는 모습이다. 임차료는 적자 사업장인 공항을 정리하는 중으로, 5기 사업자들 전반 4월 전후로 인천공항에서 완전 철수해 비용 항목이 대부분 제거될 예정이다. 지급수수료는 꾸준히 사업자들간 과도한 출혈 경쟁을 지양하고 수수료율을 개선하고 있다. 현재 업황 완화 구간에서도 이러한 기조가 유지되는 중으로 파악된다. **드디어 면세도 흑자로 턴어라운드가 예상**된다.

그림 70. 달러위안 환율과 면세점 매출 추이



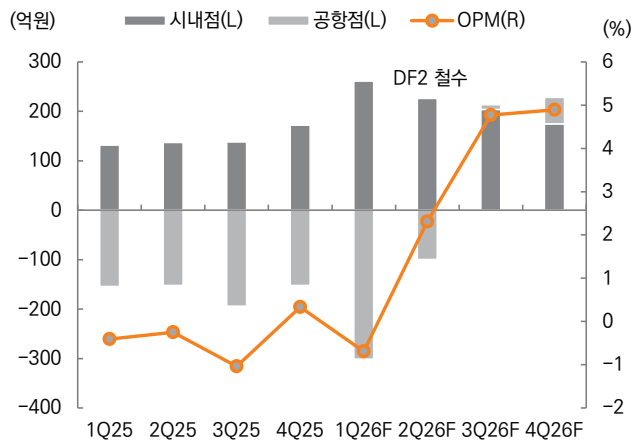
자료: 한국면세점협회, 미래에셋증권 리서치센터

그림 71. 호텔신라 TR 영업손익 전망



자료: 호텔신라, 미래에셋증권 리서치센터

그림 72. 신세계 DF 영업손익 전망



자료: 신세계, 미래에셋증권 리서치센터

2. 화장품: 올리브영과 해외 전략의 콜라보

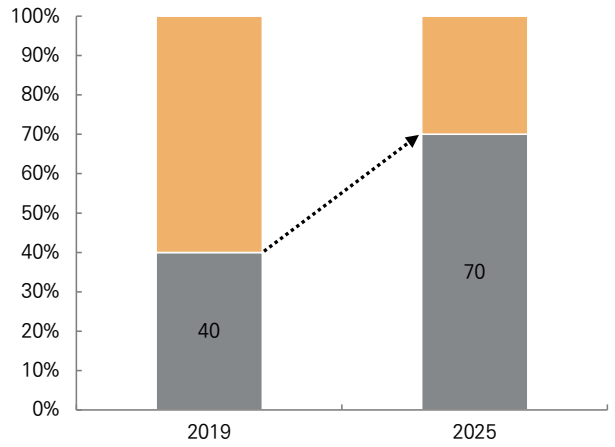
화장품은 인바운드 시장보다 해외 수출 시장이 훨씬 큰 산업이다. 대부분의 K-뷰티 브랜드들이 전체 매출의 절대적인 비중을 해외 수출에서 벌어들이고 있다. 국내 매출은 인바운드 수혜가 가능한 올리브영 같은 특정 채널에서 성장하겠으나, 해외 시장의 압도적인 규모와 성장성을 감안하면 인바운드가 실적에 기여하는 부분은 순수 내수보다 상대적으로 작을 수 있다.

다만 단순히 실적의 규모를 떠나, **올리브영에서의 외국인 구매 행태 분석을 통해 보다 정교한 해외 전략 설계에 활용**할 수 있을 것으로 기대된다. 최근 올리브영의 외국인 구매 트렌드에 비추어 몇 가지 시사점을 도출하였다. 우선 1)**스킨케어 강세가 지속**될 것으로 보인다. 외국인과 내국인의 장바구니가 거의 일치해졌다는 점에 주목한다. 내외국인 장바구니 모두 스킨케어가 강세이며, 클렌징/스킨케어/마스크팩/썬케어 등 한국인에게 익숙한 스킨케어 루틴의 개념이 외국인들에게도 자리잡으며 구매 패턴도 닮아가는 흐름이 관찰된다. 스킨케어 강세가 구조적으로 자리잡았다고 판단되어 주류 추세를 이어갈 것으로 예상한다.

아울러 2)**한국에서 경험할 수 있는, 한국인도 소비하는 제품에 대한 외국인의 선호도가 높다**고도 해석할 수 있다. 홈뷰티 디바이스, 한국 간식/건기식 등에 대한 수요가 높게 나타나는 점이 이를 방증한다. 이러한 경험형, 라이프스타일형 카테고리의 경우 본국에서는 접근성이 떨어지기 때문에 인바운드 수요가 특히 강할 수 있고, 향후 해외 현지 진출 시 마케팅 시너지도 기대할 수 있어 긍정적이다.

더 구체적으로 들어가면, 공통의 소비 트렌드(스킨케어, 경험형 카테고리 강세) 외에 3)**국적별로 장바구니 구성과 선호가 조금씩 다르게 나타나**고 있다. 일본인은 스킨케어+건기식 조합, 미국인은 클렌징/썬, 유럽인은 패치류 등 스킨케어 강세 속에서도 각국별 특징이 뚜렷한 모습이다. K-뷰티는 카테고리와 지역 확장을 동시에 도모하여 고성장하는 산업이다. 국적별 구매 행태 분석을 통해 이 과정을 더 효율적이고 정교하게 진행할 수 있다고 판단한다. 예를 들어 최근 K-뷰티 카테고리 중 가장 트렌드가 강한 제품 중 하나인 패드의 경우, 올리브영에서 유럽인의 선호도가 가장 높다는 점에 비추어 유럽에서 추가 침투 여력이 특히 높을 것으로 가늠할 수 있다. 아울러 최근 다수의 K-뷰티 브랜드들이 바디케어, 헤어케어로 카테고리를 확장하고 있는데, 해당 카테고리에 대해 선호도가 높게 나타나는 중동 지역을 주력으로 타겟하는 식의 전략을 세워볼 수 있겠다.

그림 73. 올리브영 외국인과 내국인 구매 Top10 일치율

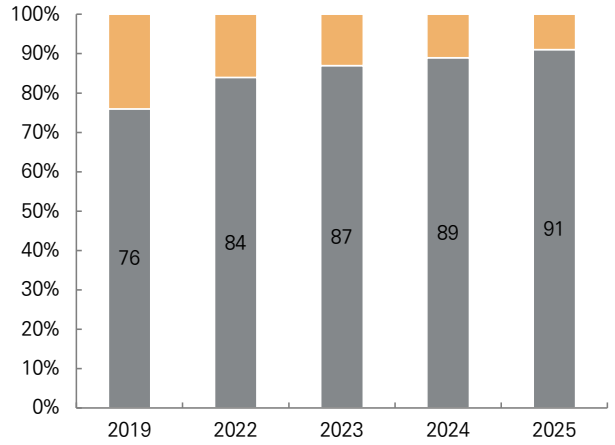


자료: 올리브영, 미래에셋증권 리서치센터

그림 74. 올리브영 외국인 vs 내국인 구매 Top 10 제품: 클렌징-스킨케어-마스크팩-선케어 스킨케어 루틴 자리잡음

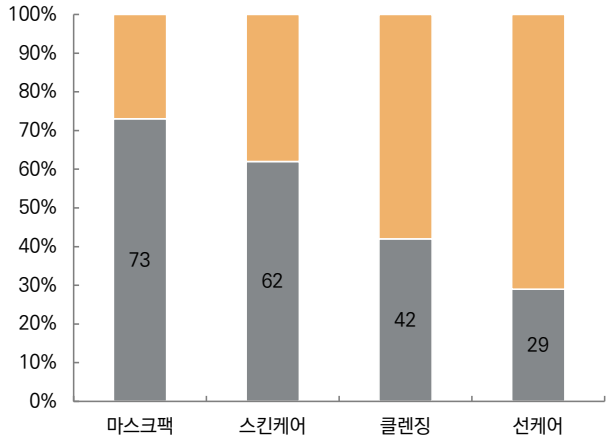
자료: 올리브영, 미래에셋증권 리서치센터

그림 75. 방한 외국인 올리브영 기초 화장품 구매 비율 추이: 90% 이상의 외국인이 스킨케어를 구매



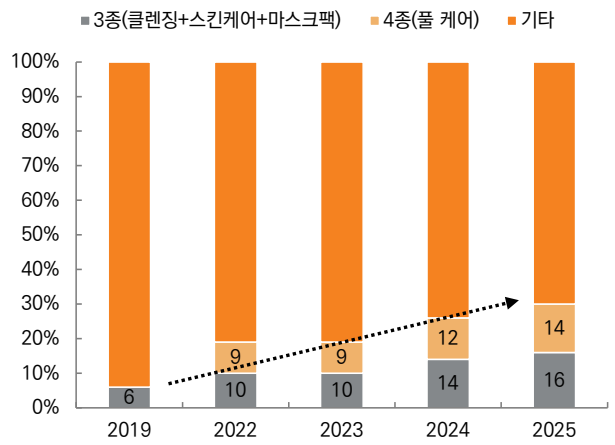
자료: 올리브영, 미래에셋증권 리서치센터

그림 76. 방한 외국인 올리브영 기초화장품 품목별 구매 비율: 루틴 전반 구매 비율 높음. 클렌징/선케어 상대적으로 침투 여유



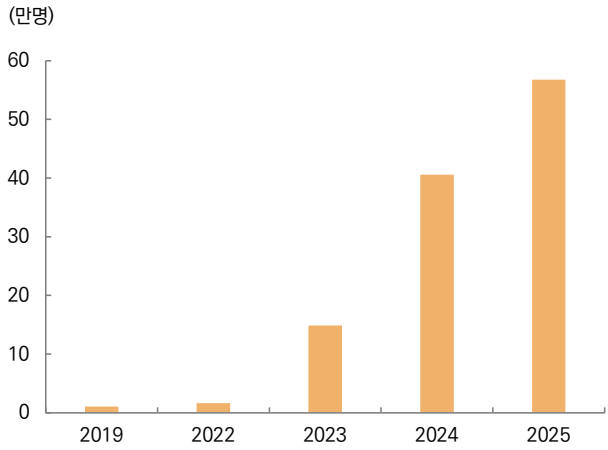
자료: 올리브영, 미래에셋증권 리서치센터

그림 77. 올리브영 기초 화장품 구매 고객 비중



자료: 올리브영, 미래에셋증권 리서치센터

그림 78. 스킨케어 루틴 4종 풀케어 구매 고객 수 추이

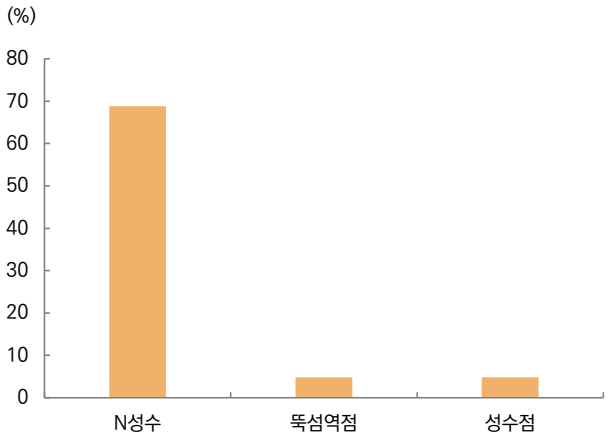


자료: 올리브영, 미래에셋증권 리서치센터

그림 79. 방한 외국인 구매 비중 Top10 제품:
디바이스, 식품 등 한국에서 경험할 수 있는 제품들에 대한 수요가 높음

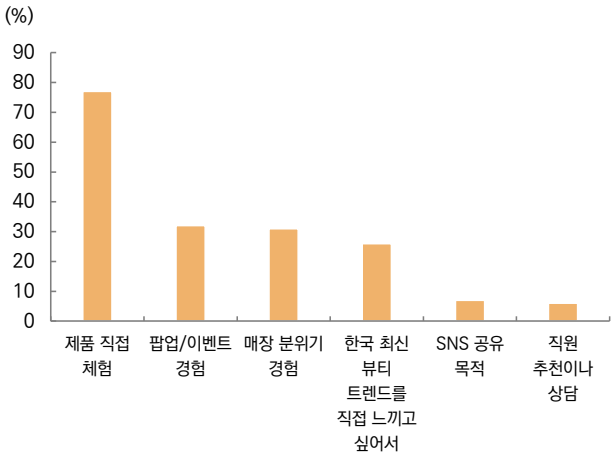
자료: 올리브영, 미래에셋증권 리서치센터

그림 80. 올리브영 지난 1년 대비 신장 기여 Top3 매장



자료: 올리브영, 미래에셋증권 리서치센터

그림 81. 올리브영 N성수 외국인 방문 계기: 체험 목적 우세



자료: 올리브영, 미래에셋증권 리서치센터

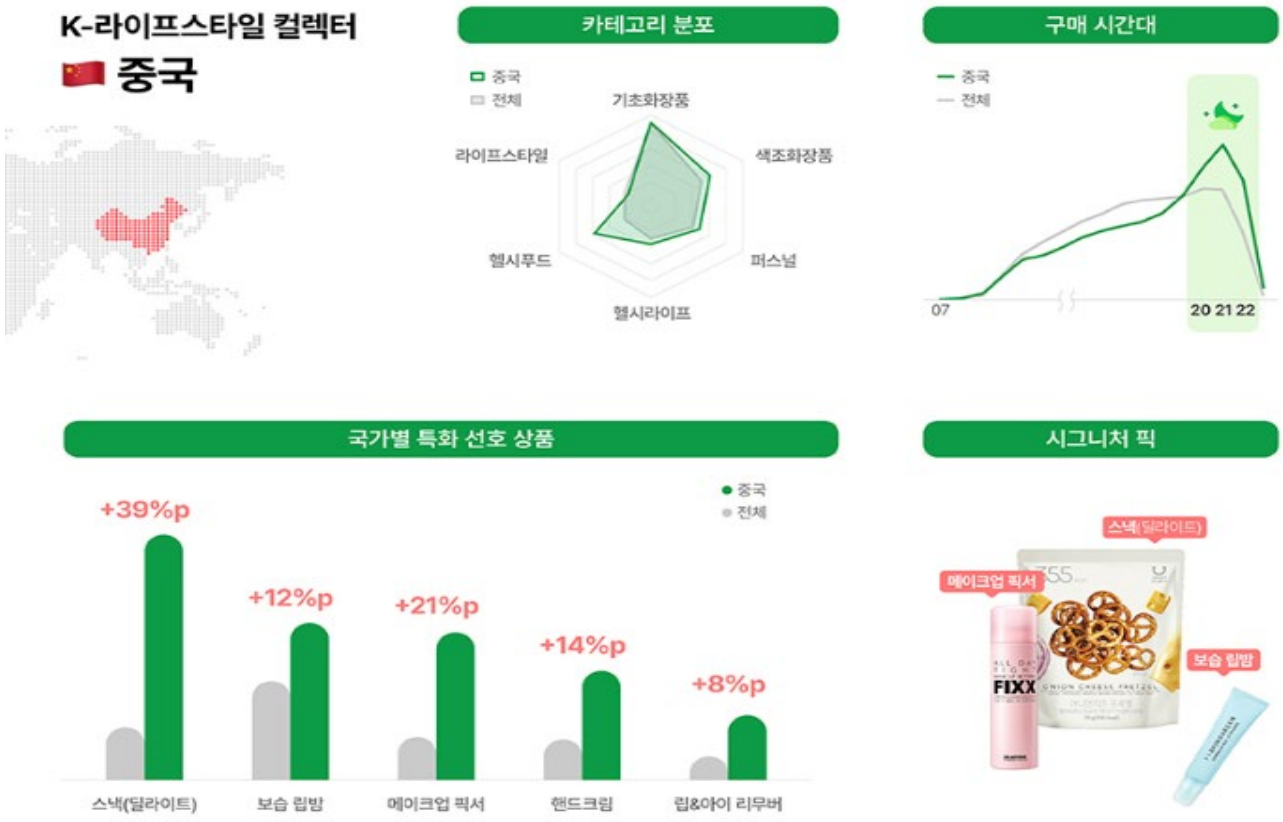
그림 82. 메디큐브 성수 플래그십스토어:
약 136평, 2층 규모의 체험형 공간

자료: 언론보도, 미래에셋증권 리서치센터

그림 83. 메디큐브 성수 플래그십 스토어:
매장 매출 중 외국인 비중 50%, 디바이스 비중 70%

자료: 언론보도, 미래에셋증권 리서치센터

그림 84. 국적별 올리브영 소비 행태: 스킨케어 공통 + 국가별 특화 선호
중국: 메이크업, 바디케어, 식품 등 다양한 카테고리 구매

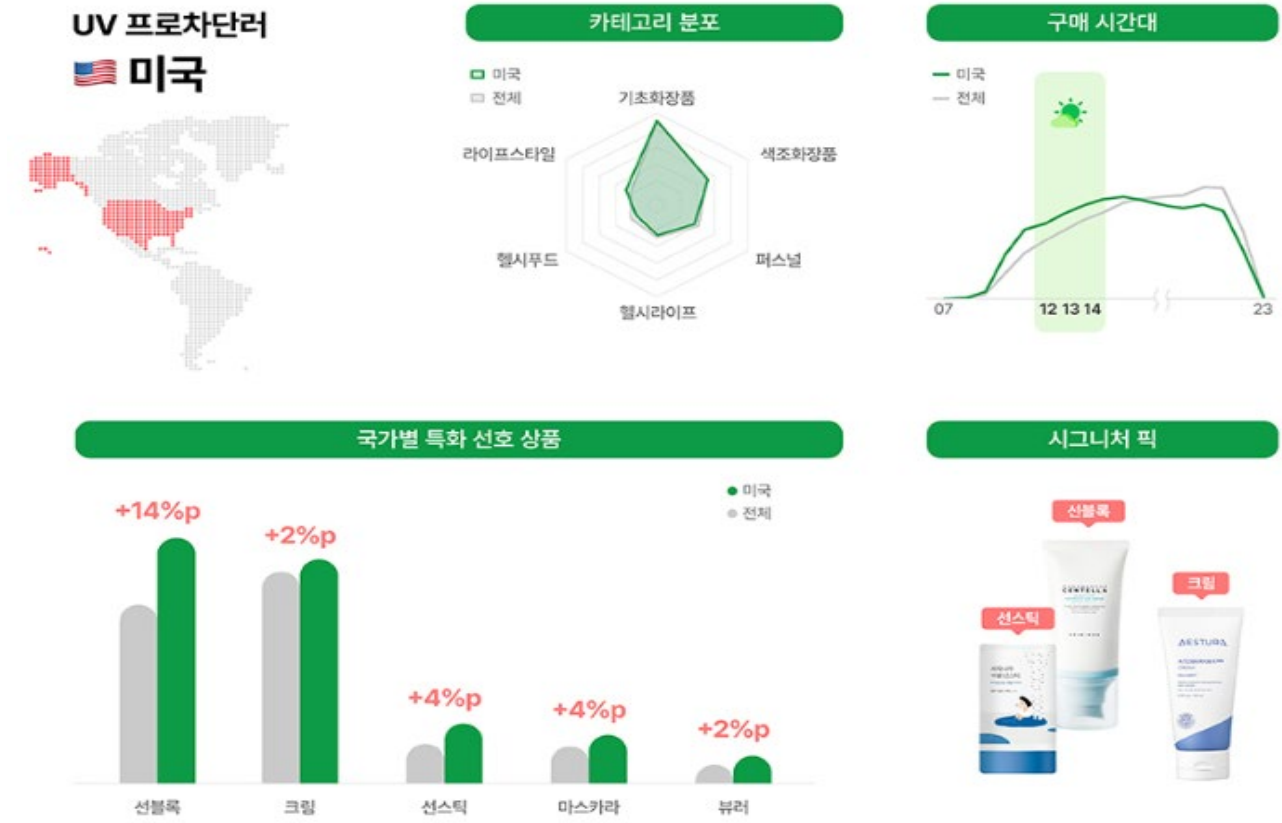


자료: 올리브영, 미래에셋증권 리서치센터

그림 85. 국적별 올리브영 소비 행태: 스킨케어 공통 + 국가별 특화 선호
일본: 생활용품, 건기식 인기

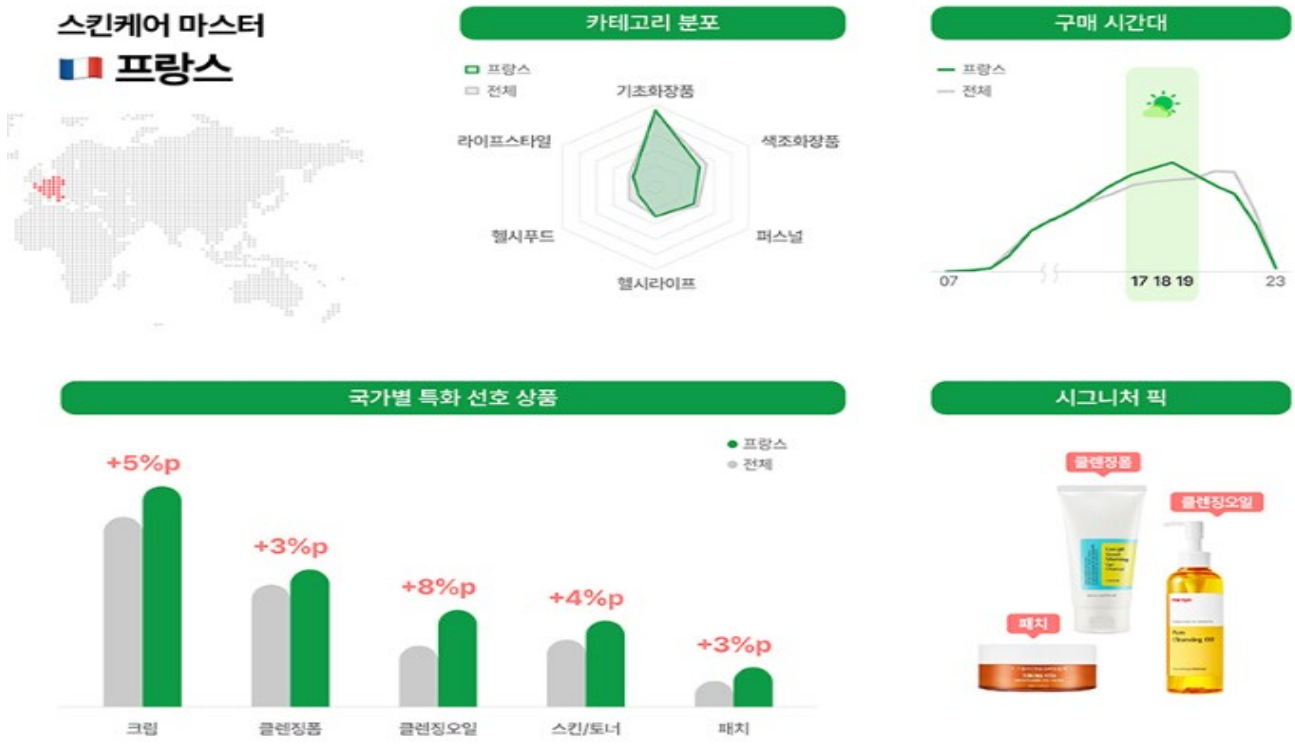
자료: 올리브영, 미래에셋증권 리서치센터

그림 86. 국적별 올리브영 소비 행태: 스킨케어 공통 + 국가별 특화 선호
미국: 선케어 인기



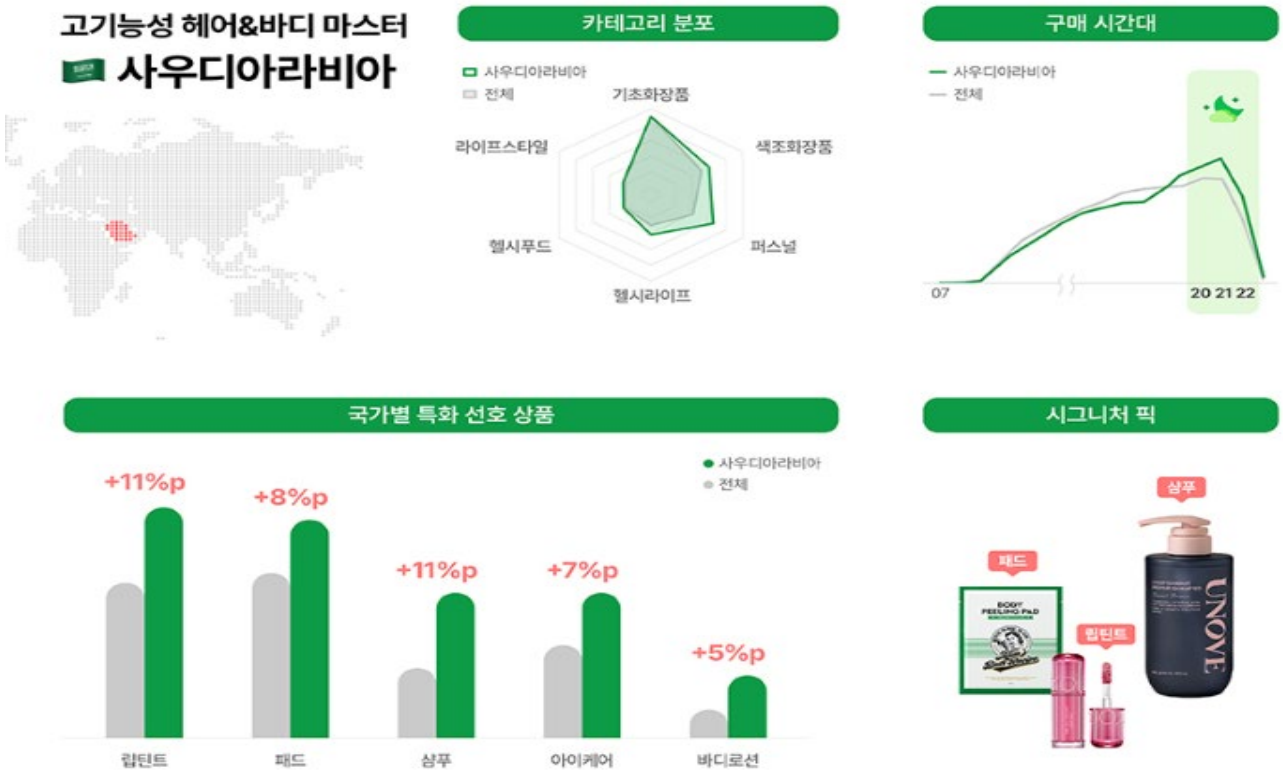
자료: 올리브영, 미래에셋증권 리서치센터

그림 87. 국적별 올리브영 소비 행태: 스킨케어 공통 + 국가별 특화 선호
프랑스: 스킨케어 집중도 높음



자료: 올리브영, 미래에셋증권 리서치센터

그림 88. 국적별 올리브영 소비 행태: 스킨케어 공통 + 국가별 특화 선호
사우디아라비아: 퍼스널케어(헤어, 바디케어) 인기



자료: 올리브영, 미래에셋증권 리서치센터

그림 89. 국적별 올리브영 소비 행태: 스킨케어 공통 + 국가별 특화 선호
브라질: 선케어, 뷰티 디바이스 인기

자료: 미래에셋증권 리서치센터

Global Company Analysis

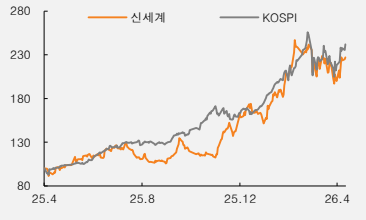
MIRAE ASSET 미래에셋증권

Equity Research
2026.4.15

투자의견(유지)	매수
목표주가(유지)	450,000원
현재주가(26/4/14)	346,500원
상승여력	29.9%

영업이익(26F,십억원)	640
Consensus 영업이익(26F,십억원)	609
EPS 성장률(26F,%)	1,904.7
MKT EPS 성장률(26F,%)	180.0
P/E(26F,x)	12.0
MKT P/E(26F,x)	7.6
KOSPI	5,967.75
시가총액(십억원)	3,342
발행주식수(백만주)	9
유동주식비율(%)	61.7
외국인 보유비중(%)	21.6
베타(12M) 일간수익률	0.66
52주 최저가(원)	142,400
52주 최고가(원)	376,500

(%)	1M	6M	12M
절대주가	6.3	96.9	143.3
상대주가	-2.3	17.5	0.1



[화장품/유통/의류]

배송이
songyi.bae@miraeasset.com

004170 · 백화점

신세계

백화점은 압도적, 면세점까지 좋아진다

백화점 장사가 너무 잘된다

백화점의 구조적 호황이 지속되면서 백화점 실적이 계속해서 예상을 뛰어넘고 있다. **1분기 동사의 백화점 순매출은 YoY +8%, 외국인 매출은 YoY +80% 성장**이 기대된다. 외국인 주력 점포인 본점의 외국인 매출 비중은 27%에 달할 것으로 예상되며, 강남점과 센텀점도 각각 7%, 5%로 비중을 늘려갈 전망이다. 본점과 센텀점은 입지적 장점이 부각되고 있으며, 강남점은 외국인 주력 상권은 아니었지만 스위트파크, 델리(국내 최대 규모) 등 리뉴얼 효과로 관광 수요가 본격적으로 유입되는 흐름이다. 명품 구색이 강한 대형 점포들 중심으로 성장이 나타나면서 강한 탑라인 성장이 지속될 것으로 기대한다.

면세점도 좋아진다

면세점은 관광객 소비 패턴의 변화, 환율 부담으로 인해 인바운드 수혜에서 상대적으로 소외되어 있었으나, 영업상황이 개선되는 흐름으로 파악된다. **최근 인바운드가 중국인을 중심으로 개선되는 가운데, 달러위안 환율이 안정화되면서 중국인 관광객의 면세 구매력이 강화**되었기 때문이다.

면세 산업은 동사뿐 아니라 업계 전반적으로 지난 수년간 비용을 효율화해왔다. 동사의 경우 4월 하순 이후로 인천공항 DF2에서 철수하게 되어 공항점 적자(25년 연간 600억원 이상 추정)의 대부분이 제거되게 된다. **중국인 수요 회복과 더불어 유의미한 이익 반등이 기대**된다(면세 영업이익 24년 -359억원, 25년 -74억원, 26년F 522억원 추정).

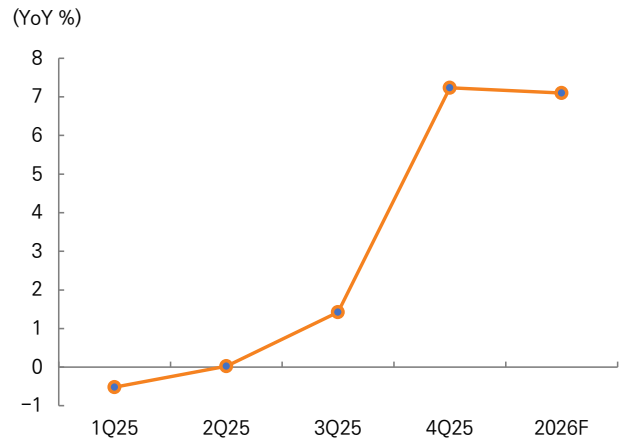
다시 시동거는 리레이팅

유통업종은 저성장을 이유로 12MF PER 10배 미만의 절대적 저평가 구간에 지난하게 머물러 있었으나, 현재 외국인 인바운드 모멘텀을 타고 전에 없던 리레이팅을 경험하는 중이다. **지난 해 동사의 외국인 매출이 YoY +48% 성장하는 동안 주가는 12MF PER 6배에서 13배로 리레이팅** 되었다. **올해 외국인 매출은 YoY +50% 이상 성장해 추세가 강화될 것으로 추정하는데, 주가는 12MF PER 11배 수준**에 거래되는 중이다. 밸류에이션 상방을 열어둘 필요가 있다. **본격적인 인바운드 성수기를 앞두고 재차 리레이팅이 예상**되는 바, 매수 접근을 추천한다.

결산기 (12월)	2024	2025	2026F	2027F	2028F
매출액 (십억원)	6,570	6,929	7,024	7,194	7,418
영업이익 (십억원)	477	480	640	697	731
영업이익률 (%)	7.3	6.9	9.1	9.7	9.9
순이익 (십억원)	108	14	274	329	370
EPS (원)	10,948	1,440	28,873	34,831	39,175
ROE (%)	2.5	0.3	5.7	6.2	6.6
P/E (배)	12.1	171.5	12.0	9.9	8.8
P/B (배)	0.3	0.5	0.6	0.6	0.6
배당수익률 (%)	3.4	2.1	1.5	1.6	1.6

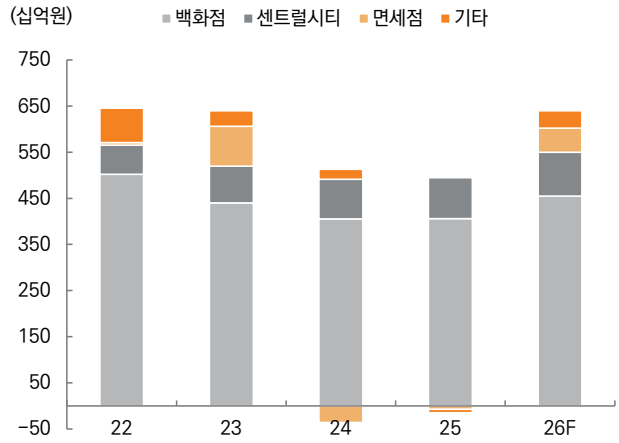
주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익
자료: 신세계, 미래에셋증권 리서치센터

그림 90. 신세계 백화점 총매출 신장률 전망



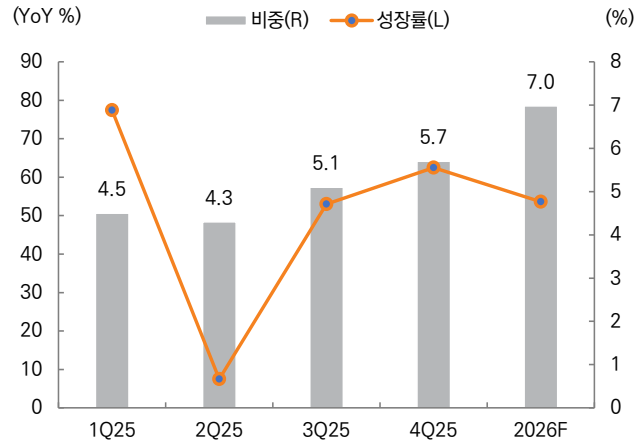
자료: 신세계, 미래에셋증권 리서치센터

그림 91. 신세계 사업부문별 이익 추이: 백화점 유관 부문 강세(백화점+센트럴), 면세점 손익 개선



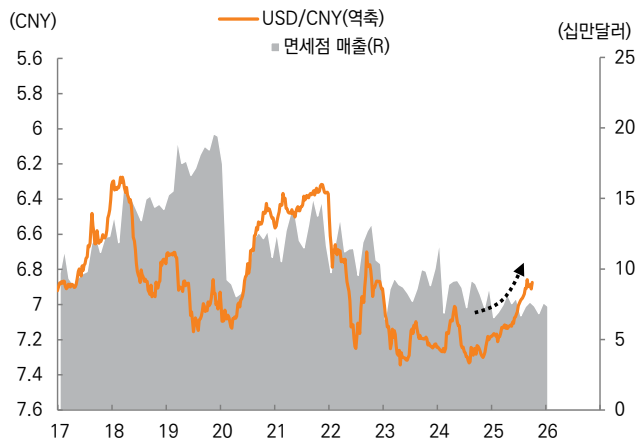
자료: 신세계, 미래에셋증권 리서치센터

그림 92. 신세계 외국인 매출 전망



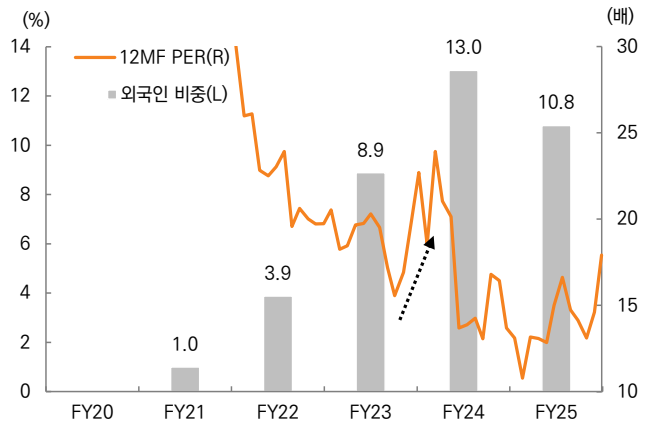
자료: 신세계, 미래에셋증권 리서치센터

그림 93. 달러위안 환율과 면세점 매출 추이



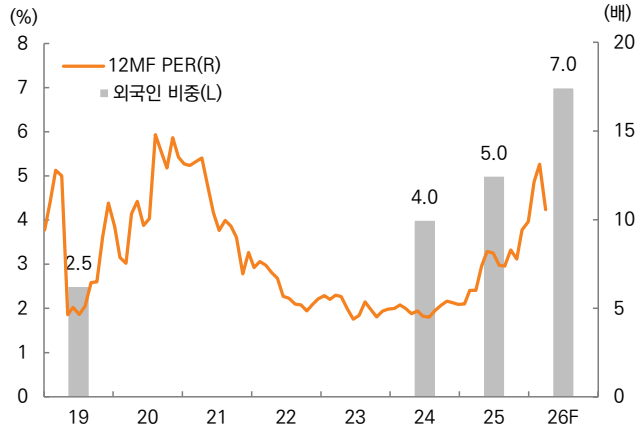
자료: 한국면세점협회, 미래에셋증권 리서치센터

그림 94. 이세탄 미츠코시 외국인 매출 비중과 12MF PER



자료: 이세탄 미츠코시, 미래에셋증권 리서치센터

그림 95. 신세계 외국인 매출 비중과 12MF PER



자료: 신세계, 미래에셋증권 리서치센터

표 15. 신세계 연간 실적 전망 (십억원)

	2023	2024	2025	2026F	2027F	2028F
순매출액	6,357	6,570	6,929	7,024	7,194	7,418
백화점	2,557	2,644	2,533	2,722	2,828	2,913
신세계인터	1,354	1,309	1,267	1,217	1,298	1,365
센트럴시티	350	375	393	417	430	442
신세계DF	1,917	2,006	2,305	2,028	1,990	2,038
백화점 총매출액	7,054	7,243	7,404	7,930	8,222	8,456
영업이익	640	477	480	640	697	731
백화점	440	405	406	455	476	490
신세계인터	49	27	(2)	53	64	73
센트럴시티	79	86	89	95	99	103
신세계DF	87	(36)	(7)	52	85	90
세전이익	453	195	132	413	482	526
순이익	312	187	65	323	376	410
지배주주순이익	225	108	14	274	329	370
매출액 (YoY %)	(18.6)	3.4	5.5	1.4	2.4	3.1
백화점	2.8	3.4	(4.2)	7.5	3.9	3.0
신세계인터	(12.8)	(3.4)	(3.1)	(4.0)	6.6	5.2
센트럴시티	8.0	7.3	4.7	6.1	3.0	3.0
신세계DF	(44.3)	4.7	14.9	(12.0)	(1.9)	2.4
백화점 총매출액	2.0	2.7	2.2	7.1	3.7	2.8
영업이익 (YoY %)	(0.9)	(25.4)	0.6	33.3	9.0	4.8
백화점	(12.3)	(7.9)	0.2	12.0	4.7	2.8
신세계인터	(57.7)	(44.8)	적전	흑전	19.0	14.5
센트럴시티	25.4	7.9	3.6	7.2	4.0	4.0
신세계DF	1,505.6	적전	적지	흑전	62.3	6.6
영업이익률(%)	10.1	7.3	6.9	9.1	9.7	9.9
백화점	6.2	5.6	5.5	5.7	5.8	5.8
신세계인터	3.6	2.1	(0.2)	4.4	4.9	5.3
센트럴시티	22.7	22.8	22.6	22.8	23.0	23.3
신세계DF	4.5	(1.8)	(0.3)	2.6	4.3	4.4

자료: 신세계, 미래에셋증권 리서치센터

표 16. 신세계 분기 실적 전망

(십억원)

	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	2025년	1Q26F	2Q26F	3Q26F	4Q26F	2026년
순매출액	1,666	1,694	1,636	1,934	6,929	1,798	1,711	1,603	1,912	7,024
백화점	659	629	623	623	2,533	737	676	663	646	2,722
신세계인터	304	309	310	344	1,267	292	286	272	367	1,217
센트럴시티	89	96	98	110	393	98	104	102	113	417
신세계DF	562	605	539	599	2,305	580	547	447	454	2,028
백화점 총매출액	1,792	1,747	1,712	2,154	7,404	1,993	1,873	1,817	2,247	7,930
영업이익	132	75	100	173	480	167	117	144	212	640
백화점	108	71	84	143	406	132	82	91	150	455
신세계인터	5	(2)	(2)	(3)	(2)	14	13	9	18	53
센트럴시티	22	10	28	29	89	25	11	29	30	95
신세계DF	(2)	(2)	(6)	2	(7)	(4)	13	21	22	52
세전이익	105	12	63	(47)	132	81	77	104	152	413
순이익	77	8	48	(69)	65	63	60	81	118	323
지배주주순이익	58	(2)	35	(77)	14	54	51	69	101	274
매출액(YoY %)	3.8	5.6	6.2	6.2	5.5	7.9	1.0	(2.0)	(1.1)	1.4
백화점	(0.8)	(2.1)	1.1	(13.8)	(4.2)	11.8	7.6	6.5	3.8	7.5
신세계인터	(1.7)	(3.8)	4.9	(9.9)	(3.1)	(3.9)	(7.3)	(12.5)	6.7	(4.0)
센트럴시티	(0.2)	1.5	3.9	13.2	4.7	10.5	7.8	4.0	2.9	6.1
신세계DF	15.4	22.9	14.2	7.9	14.9	3.2	(9.6)	(17.0)	(24.2)	(12.0)
백화점 총매출액	(0.5)	0.0	1.4	7.2	2.2	11.2	7.2	6.2	4.3	7.1
영업이익(YoY %)	(18.8)	(35.9)	7.3	66.5	0.6	26.4	55.5	44.3	22.6	33.3
백화점	(5.1)	(13.3)	(4.5)	17.7	0.2	21.9	16.2	8.2	4.7	12.0
신세계인터	(58.3)	적전	적전	적전	적전	189.6	흑전	흑전	흑전	흑전
센트럴시티	(15.3)	(10.1)	6.6	28.6	3.6	12.7	10.0	6.1	3.0	7.2
신세계DF	적전	적전	적지	흑전	적지	적지	흑전	흑전	1011.5	흑전
영업이익률(%)	7.9	4.4	6.1	8.9	6.9	9.3	6.8	9.0	11.1	9.1
백화점	6.0	4.1	4.9	6.7	5.5	6.6	4.4	5.0	6.7	5.7
신세계인터	1.5	(0.7)	(0.6)	(0.8)	(0.2)	4.6	4.5	3.3	5.0	4.4
센트럴시티	25.0	10.2	28.1	26.6	22.6	25.5	10.4	28.7	26.6	22.8
신세계DF	(0.4)	(0.2)	(1.0)	0.3	(0.3)	(0.7)	2.3	4.8	4.9	2.6

자료: 신세계, 미래에셋증권 리서치센터

표 17. 신세계백화점 관리 매출 추정

	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26F	2Q26F	3Q26F	4Q26F	2024	2025	2026F
관리 매출(YoY %)	2.5	0.0	5.0	14.0	14.1	9.7	8.2	5.0		5.7	9.0
외국인(YoY %)	**77.4**	**7.5**	**53.0**	**62.5**	**80.0**	**70.0**	**50.0**	**30.0**		**48.0**	**53.6**
내국인(YoY %)	0.5	-0.3	3.3	12.0	11.0	7.0	6.0	3.5		4.1	6.7
외국인 비중(%)	**4.5**	**4.3**	**5.1**	**5.7**	**7.1**	**6.7**	**7.1**	**7.1**	**3.5**	**5.0**	**7.0**

Note: 당사 추정
자료: 미래에셋증권 리서치센터

표 18. 신세계 Valuation Table

(원)

구분	내용	비고
12MF EPS	32,831	
Target PER(배)	14	인바운드 최대 수혜. 유통업 평균에 30% 할증
적정 주가	448,145	
목표 주가	450,000	
현재 주가	346,500	
상승 여력(%)	29.9	

자료: 미래에셋증권 리서치센터

신세계 (004170)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	2025	2026F	2027F	2028F
매출액	**6,929**	**7,024**	**7,194**	**7,418**
매출원가	**2,736**	**2,761**	**2,828**	**2,911**
매출총이익	**4,193**	**4,263**	**4,366**	**4,507**
판매비와관리비	**3,713**	**3,623**	**3,669**	**3,776**
조정영업이익	**480**	**640**	**697**	**731**
영업이익	**480**	**640**	**697**	**731**
비영업손익	**-348**	**-227**	**-215**	**-205**
금융손익	-157	-126	-104	-89
관계기업등 투자손익	-12	-8	-6	-5
세전계속사업손익	132	413	482	526
계속사업법인세비용	68	91	106	116
계속사업이익	65	323	376	410
중단사업이익	0	0	0	0
당기순이익	**65**	**323**	**376**	**410**
지배주주	14	274	329	370
비지배주주	51	48	47	40
총포괄이익	**283**	**323**	**376**	**410**
지배주주	230	361	420	459
비지배주주	53	-38	-45	-49
EBITDA	981	1,148	1,173	1,181
FCF	500	406	567	590
EBITDA 마진율 (%)	14.2	16.3	16.3	15.9
영업이익률 (%)	6.9	9.1	9.7	9.9
지배주주귀속 순이익률 (%)	0.2	3.9	4.6	5.0

예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	2025	2026F	2027F	2028F
유동자산	**2,767**	**3,594**	**4,092**	**4,624**
현금 및 현금성자산	845	1,693	2,109	2,541
매출채권 및 기타채권	583	577	627	685
재고자산	929	919	941	970
기타유동자산	410	405	415	428
비유동자산	**13,067**	**12,952**	**12,868**	**12,821**
관계기업투자등	946	935	958	988
유형자산	7,795	7,762	7,644	7,539
무형자산	642	577	532	499
자산총계	**15,833**	**16,546**	**16,960**	**17,445**
유동부채	**5,176**	**5,142**	**5,215**	**5,310**
매입채무 및 기타채무	1,609	1,591	1,630	1,681
단기금융부채	2,238	2,237	2,239	2,241
기타유동부채	1,329	1,314	1,346	1,388
비유동부채	**4,085**	**4,076**	**4,096**	**4,123**
장기금융부채	3,228	3,228	3,228	3,228
기타비유동부채	857	848	868	895
부채총계	**9,261**	**9,218**	**9,311**	**9,433**
지배주주지분	**4,455**	**5,163**	**5,437**	**5,759**
자본금	49	49	49	49
자본잉여금	424	424	424	424
이익잉여금	3,658	3,886	4,171	4,494
비지배주주지분	**2,117**	**2,165**	**2,212**	**2,253**
자본총계	**6,572**	**7,328**	**7,649**	**8,012**

예상 현금흐름표 (요약)

(십억원)	2025	2026F	2027F	2028F
영업활동으로 인한 현금흐름	**991**	**806**	**867**	**890**
당기순이익	65	323	376	410
비현금수익비용가감	983	725	685	654
유형자산감가상각비	440	433	418	405
무형자산상각비	62	75	58	45
기타	481	217	209	204
영업활동으로인한자산및부채의변동	137	-24	16	30
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	-4	3	-42	-48
재고자산 감소(증가)	32	10	-22	-29
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	98	-2	4	5
법인세납부	-62	-91	-106	-116
투자활동으로 인한 현금흐름	**-646**	**-374**	**-376**	**-384**
유형자산처분(취득)	-487	-400	-300	-300
무형자산감소(증가)	-7	-10	-12	-12
장단기금융자산의 감소(증가)	-123	10	-21	-27
기타투자활동	-29	26	-43	-45
재무활동으로 인한 현금흐름	**-81**	**-417**	**-396**	**-375**
장단기금융부채의 증가(감소)	271	-1	2	3
자본의 증가(감소)	0	0	0	0
배당금의 지급	-86	-46	-45	-47
기타재무활동	-266	-370	-353	-331
현금의 증가	**263**	**848**	**416**	**432**
기초현금	582	845	1,693	2,109
기말현금	845	1,693	2,109	2,541

예상 주당가치 및 valuation (요약)

	2025	2026F	2027F	2028F
P/E (x)	171.5	12.0	9.9	8.8
P/CF (x)	2.3	3.1	3.1	3.1
P/B (x)	0.5	0.6	0.6	0.6
EV/EBITDA (x)	9.0	7.8	7.3	6.9
EPS (원)	1,440	28,873	34,831	39,175
CFPS (원)	108,266	110,315	112,307	112,633
BPS (원)	478,220	563,178	592,233	626,419
DPS (원)	5,200	5,200	5,500	5,500
배당성향 (%)	70.6	13.8	12.5	11.5
배당수익률 (%)	2.1	1.6	1.7	1.7
매출액증가율 (%)	5.5	1.4	2.4	3.1
EBITDA증가율 (%)	2.5	17.0	2.2	0.7
조정영업이익증가율 (%)	0.6	33.3	9.0	4.8
EPS증가율 (%)	-86.8	1,904.7	20.6	12.5
매출채권 회전율 (회)	24.2	24.9	23.9	21.4
재고자산 회전율 (회)	7.3	7.6	7.7	7.8
매입채무 회전율 (회)	19.3	17.3	17.6	17.6
ROA (%)	0.4	2.0	2.2	2.4
ROE (%)	0.3	5.7	6.2	6.6
ROIC (%)	2.8	5.9	6.8	7.3
부채비율 (%)	140.9	125.8	121.7	117.7
유동비율 (%)	53.5	69.9	78.5	87.1
순차입금/자기자본 (%)	65.4	47.1	39.6	32.3
조정영업이익/금융비용 (x)	2.5	3.5	3.8	4.0

자료: 신세계, 미래에셋증권 리서치센터

MIRAE ASSET 미래에셋증권

Equity Research
2026.4.15

투자의견(신규)	**매수**
목표주가(신규)	**140,000원**
현재주가(26/4/14)	105,300원
상승여력	33.0%

영업이익(26F,십억원)	669
Consensus 영업이익(26F,십억원)	690
EPS 성장률(26F,%)	388.6
MKT EPS 성장률(26F,%)	180.0
P/E(26F,x)	11.8
MKT P/E(26F,x)	7.6
KOSPI	5,967.75
시가총액(십억원)	2,979
발행주식수(백만주)	28
유동주식비율(%)	39.8
외국인 보유비중(%)	10.6
베타(12M) 일간수익률	0.51
52주 최저가(원)	62,400
52주 최고가(원)	115,200

(%)	1M	6M	12M
절대주가	9.7	57.4	68.2
상대주가	0.9	-6.1	-30.8

[화장품/유통/의류]

배송이
songyi.bae@miraeasset.com

023530 · 백화점

롯데쇼핑

백화점 가치를 조명할 때

백화점 입지적 장점 부각

롯데쇼핑 백화점 부문 성장세가 두드러진다. 백화점 업황 전반 호조인 가운데, **1Q26 들어서 백화점 3사 중 가장 강한 외국인 성장**이 예상된다(외국인 매출 성장률 YoY: 롯데 +90%, 신세계 +80%, 현대 +30%). 최근 인바운드를 중국인이 주도하면서 **중국인 선호 상권에 핵심 점포를 보유한 동사의 입지적 장점이 부각**되는 중으로 파악된다(본점, 부산 지역 점포 외국인 매출 +100%). 중국인 인바운드 강세가 지속될 것으로 예상되고, 외국인 기저가 경쟁사 대비 낮은 점 등을 감안하면 동사 외국인 매출도 경쟁사를 상회하는 구간이 당분간 지속될 것으로 예상한다.

동사 외국인 매출의 특징은 명품뿐 아니라 **패션 소비 비중도 높다**는 점이다. 외국인 성장세가 가파른 부산 지역 점포에 K-패션 구색을 강화했고 아울렛도 포함되어 있기 때문으로 판단한다. 외국인 매출은 통상 명품 비중이 높지만, 동사의 경우 고마진 카테고리 기여가 예상되어 긍정적이다.

백화점 이익 비중 97%. 백화점 기업으로 봐도 무방

동사 사업부문은 백화점, 할인점, 슈퍼, 홈쇼핑, 하이마트, 영화권, 해외사업 다양한 영역에 걸쳐있다. 이로 인해 모멘텀이 분산되는 아쉬움이 있었으나, 백화점 업황이 만개하면서 백화점의 실적 믹스가 지배적으로 올라서는 중이다. 지속적인 효율화 노력에 비롯해 지난 해 **백화점을 제외한 사업 부문의 합산 영업이익은 200억원 미만으로 전사 실적에 미치는 영향은 거의 미미**해졌으며, 당분간 큰 변수는 없이 관리될 것으로 예상한다.

목표주가 14만원, 매수의견 제시로 커버리지 개시

롯데쇼핑에 대해 목표주가 14만원, 매수 의견으로 커버리지를 개시한다. **목표주가는 유통업종 평균에 30% 할증한 12MF PER 14배를 적용하여 산출**하였다. 압도적인 백화점 실적 기여와 영업외 손익 개선을 통해 이익 창출력도 개선되는 중이다. PER 밸류에이션이 가능한 구간에 왔다고 판단되며, 백화점 이익 비중 상 Peer 기업들과 동일한 멀티플 적용이 합리적이라고 판단된다. 자산 재평가를 통한 PBR 가격 매력과 높은 환원율도 긍정적이다.

결산기 (12월)	2024	2025	2026F	2027F	2028F
매출액 (십억원)	13,987	13,738	14,097	14,297	14,407
영업이익 (십억원)	473	547	669	701	742
영업이익률 (%)	3.4	4.0	4.7	4.9	5.2
순이익 (십억원)	-968	52	252	303	362
EPS (원)	-34,219	1,822	8,905	10,711	12,811
ROE (%)	-7.7	0.3	1.6	2.0	2.3
P/E (배)	-	39.8	11.8	9.8	8.2
P/B (배)	0.1	0.1	0.2	0.2	0.2
배당수익률 (%)	7.0	5.5	4.0	4.0	4.0

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

백화점 하드캐리

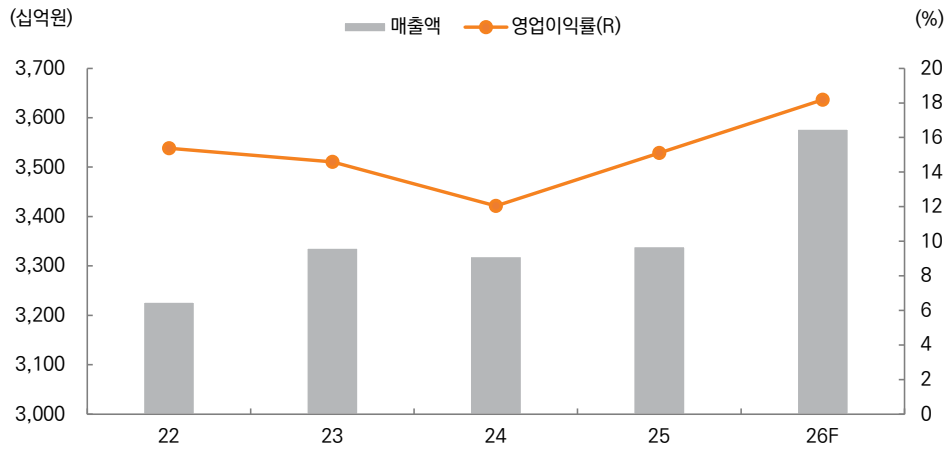
백화점 이익 YoY +29%, 비중 97%. 백화점 기업으로 봐도 무방

올해 동사의 **백화점 실적은 매출액 35,774억원(YoY +7%), 영업이익 6,503억원(YoY +29%)으로 전사 호실적을 주도할 것**으로 예상한다. 전사 이익 비중도 97%로 지배적인 수준으로 예상된다. 실적 흐름상 백화점 기업으로 봐도 무방하다는 판단이다. 1Q26 현재 경쟁사 대비로도 동사의 백화점 실적이 가장 돋보일 것으로 예상하는데, 총 두 가지 이유에 기인한다.

외국인 매출의 고성장이다. 백화점 산업 전반적으로 외국인 인바운드에 대한 수혜를 공통적으로 누리고 있지만, 동사의 경우 명동/부산 등 중국인 선호도가 높은 관광 상권에 주력 점포를 확보하고 있어 그 수혜의 폭이 더 크게 나타나고 있다. 1Q26 롯데 본점의 외국인 매출은 100% 성장, 비중도 22%에 달할 전망이다. 부산 3개 점포도(부산 본점, 광복점, 동부산 프리미엄아울렛) 유사한 궤적을 그리는 중이다(1Q26 외국인 매출 100% 성장, 비중 5% 이상 전망). 특히 부산은 최근 중화권 관광객의 수요가 높아지는 지역으로 동사는 해당 지역에서 가장 많은 점포를 보유하고 있어 긍정적이다.

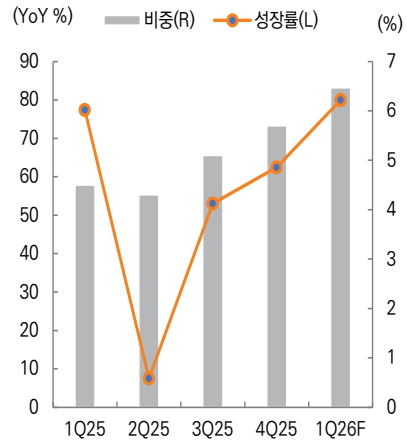
마진 레버리지도 본격화될 전망이다. 경쟁사들이 지난 수년간 공격적으로 점포 투자를 해온 반면, 동사는 효율화를 우선하여 가장 큰 고정비인 감가상각비를 하향 안정해둔 상황이다. 올해도 수내점 매각을 통해 추가적인 효율화 효과가 기대되며, 리뉴얼도 부분 공사 수준으로 크지 않은 규모로 진행할 예정이다. 아울러 외국인의 구매 품목이 고마진 카테고리로도 고르게 퍼져있는 점도 긍정적이다. 통상 외국인 매출은 명품 비중이 높지만, 동사의 경우 패션 비중도 상당한 것으로 파악된다. 강한 매출 성장세와 믹스, 전반적으로 레버리지 환경에 우호적으로 판단된다.

그림 96. 롯데쇼핑 백화점 실적 전망



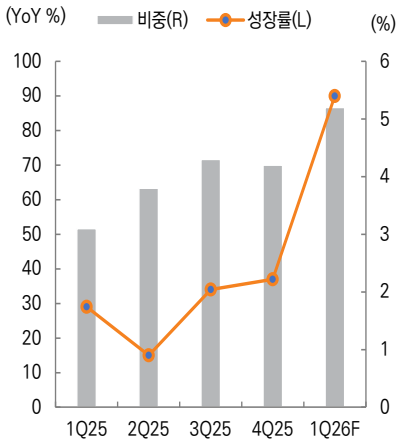
자료: 롯데쇼핑, 미래에셋증권 리서치센터

그림 97. 신세계 백화점 외국인 매출 성장률과 비중: 고성장 + 고비중



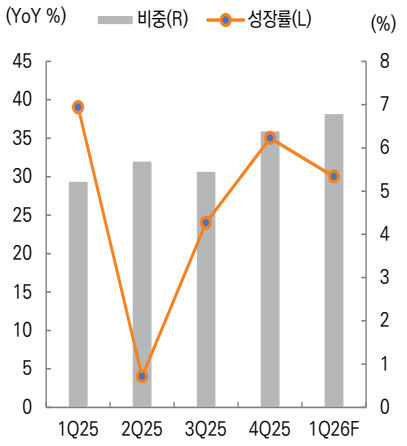
자료: 신세계, 미래에셋증권 리서치센터

그림 98. 롯데 백화점 외국인 매출 성장률과 비중: 고성장 + 비중 상승 중



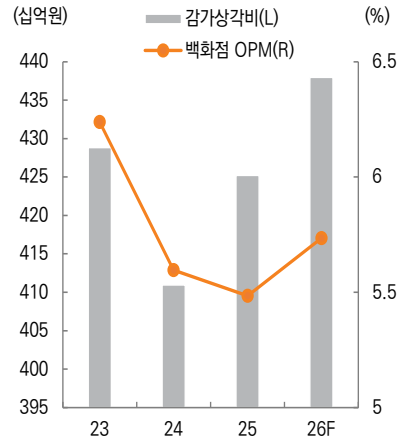
자료: 롯데쇼핑, 미래에셋증권 리서치센터

그림 99. 현대 백화점 외국인 매출 성장률과 비중: 고비중 + 성장 완화



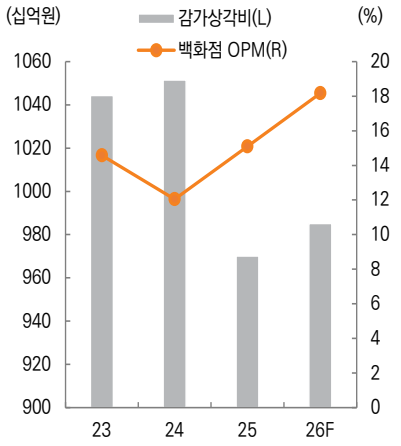
자료: 현대백화점, 미래에셋증권 리서치센터

그림 100. 신세계 감가상각비와 백화점 마진: 리뉴얼 영향으로 고정비 증가 추세



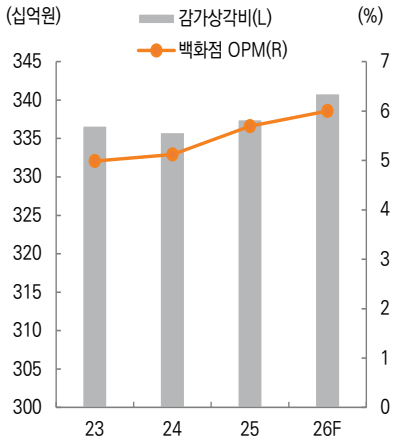
자료: 신세계, 미래에셋증권 리서치센터

그림 101. 롯데쇼핑 감가상각비와 백화점 마진: 할인점/백화점 리뉴얼향 소폭 증가



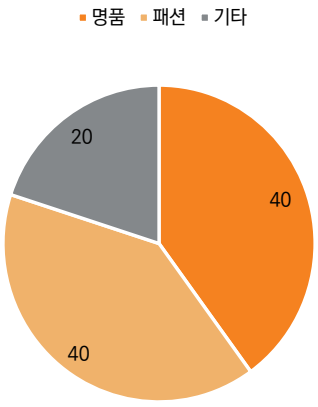
자료: 롯데쇼핑, 미래에셋증권 리서치센터

그림 102. 현대백화점 감가상각비와 백화점 마진: 큰 변동 X



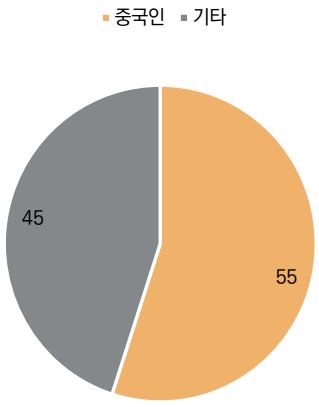
자료: 현대백화점, 미래에셋증권 리서치센터

그림 103. 롯데백화점 외국인 품목별 비중: 패션 비중도 고르게 나타남. 부산 점포(아울렛 포함) 기여에 비롯



자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 104. 롯데백화점 외국인 국적별 비중: 중국인 비중 높음



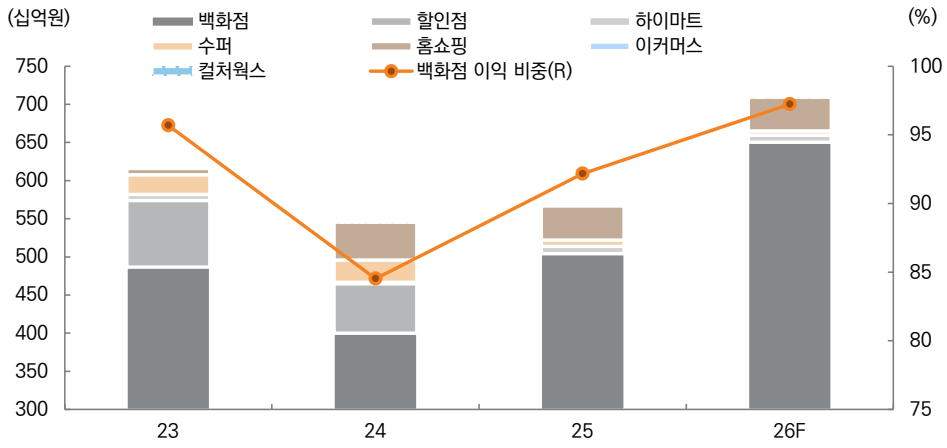
자료: 미래에셋증권 리서치센터

백화점 외 사업부문 점검

백화점 외 사업부문은 영업상황 변동이 크지 않거나 실적 규모가 미미하여 전사 실적에 미치는 영향이 크지 않을 것으로 예상한다. 올해 백화점 외 사업부문 합산 영업이익은 154억원으로 미미하겠다.

부진이 예상되는 사업부문도 그 부진 폭이 백화점 호실적으로 커버 가능한 규모로 판단되어 지나치게 우려할 필요는 없어보인다. 할인점이 대표적이다. 적자 상태인 이커머스 부문의 그로서리 실적을 이관받았고, 하반기부터 오카도 관련 고정비 부담이 증가할 예정으로 적자 확대될 전망이다. 다만 오카도 관련 감가상각비 규모 상 백화점 주도의 실적 개선 흐름을 저해할 정도는 아니라고 판단된다(할인점 오카도 관련 고정비 연간 2~300억원 vs 26년 백화점 증익 1,400억원 이상).

그림 105. 사업부문별 손익, 백화점 비중



자료: 롯데쇼핑, 미래에셋증권 리서치센터

실적 추정 및 Valuation

2026년 롯데쇼핑 실적은 **매출액 140,973억원(YoY +3%), 영업이익 6,687억원(YoY +22%)**으로 예상한다. 전술한 바와 같이 백화점이 전사 실적을 주도할 것으로 예상한다(매출 YoY +7%, 영업이익 YoY +29%). 호실적의 핵심인 **외국인 매출은 전년비 60% 이상 성장해 비중 6% 수준까지 확대**될 것으로 추정하였다. 백화점 외로는 할인점(매출액 YoY +1%, 적자확대, YoY -114억원), 하이마트(매출액 YoY -3%, 영업이익 YoY -3%) 제외한 대부분 사업부가 개선될 것으로 전망한다.

1Q26 실적도 매출액 35,148억원(YoY +2%), 영업이익 2,064억원(YoY +39%)으로 시장 기대치에 부합할 것으로 추정한다. 백화점의 강한 외형 성장과 레버리지가 기대되는 가운데(매출 YoY +9%, 영업이익 YoY +38%), 금번 분기는 컬처웍스, 홈쇼핑도 깜짝 호실적이 예상된다.

목표주가는 **12MF EPS에 Target PER 14배(유통업종 평균 대비 30% 할증)를 적용**하여 산출하였다. 백화점 업종 내에서도 돋보이는 외국인 모멘텀과 지배적인 백화점 이익 비중을 감안하면 **경쟁사 대비 할인 요인은 없다고 판단**된다(신세계 목표주가 동일한 PER 배수 적용하여 산출: 26F 외국인 매출 비중: 롯데쇼핑 6% vs 신세계 7% / 외국인 매출 성장률 YoY: 롯데쇼핑 +65% vs 신세계 +54%). 그간 동사는 영업 실적과 별개로 자산 손상에 대한 부담으로 인해 순익 가시성과 밸류에이션 신뢰도가 낮았으나, 미미해진 손상 잔액과 올해 영업 상황 개선을 감안하면 PER 밸류에이션이 가능해졌다는 판단이다.

표 19. 롯데쇼핑 연간 실적 전망 (십억원)

	2023	2024	2025	2026F	2027F	2028F
매출	14,556	13,987	13,738	14,097	14,297	14,407
백화점	3,336	3,319	3,339	3,577	3,731	3,858
국내	3,256	3,204	3,213	3,438	3,575	3,682
해외	80	116	127	140	156	175
할인점	5,735	5,576	5,471	5,552	5,588	5,627
국내	4,282	4,080	3,925	3,961	3,947	3,933
해외	1,453	1,497	1,546	1,592	1,641	1,694
하이마트	2,610	2,357	2,300	2,240	2,251	2,262
슈퍼	1,306	1,296	1,226	1,194	1,163	1,132
홈쇼핑	942	925	902	895	881	867
이커머스	135	120	109	107	106	104
컬처웍스	562	452	434	447	434	421
영업이익	508	473	547	669	701	742
백화점	487	400	504	650	686	717
국내	507	406	491	636	668	695
해외	-21	-6	13	14	18	22
할인점	87	65	-7	-18	-26	-20
국내	47	17	-57	-69	-79	-75
해외	40	48	50	51	53	54
하이마트	8	2	10	9	12	12
슈퍼	26	29	8	5	8	8
홈쇼핑	8	50	45	44	43	42
이커머스	-86	-69	-29	-27	-26	-25
컬처웍스	-8	0	-11	1	-4	-4
세전이익	184	-1,021	83	292	354	423
당기순익	169	-994	74	254	283	339
지배주주순이익	174	-968	52	252	303	362
매출 (YoY %)	-5.9	-3.9	-1.8	2.6	1.4	0.8
백화점	3.4	-0.5	0.6	7.1	4.3	3.4
국내	2.7	-1.6	0.3	7.0	4.0	3.0
해외	38.6	44.0	9.4	10.4	11.4	12.5
할인점	-2.9	-2.8	-1.9	1.5	0.6	0.7
국내	-5.2	-4.7	-3.8	0.9	-0.4	-0.3
해외	4.6	3.0	3.3	2.9	3.1	3.2
영업이익 (YoY %)	31.6	-6.9	15.6	22.2	4.8	5.9
순이익 (YoY %)	흑전	적전	흑전	388.6	20.3	19.6
영업이익률(%)	3.5	3.4	4.0	4.7	4.9	5.1
백화점	14.6	12.0	15.1	18.2	18.4	18.6
국내	15.6	12.7	15.3	18.5	18.7	18.9
해외	-25.7	-5.4	10.3	10.3	11.4	12.5
할인점	1.5	1.2	-0.1	-0.3	-0.5	-0.4
국내	1.1	0.4	-1.4	-1.8	-2.0	-1.9
해외	2.8	3.2	3.2	3.2	3.2	3.2

자료: 롯데쇼핑, 미래에셋증권 리서치센터

표 20. 롯데쇼핑 분기 실적 전망 (십억원)

	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	2025년	1Q26F	2Q26F	3Q26F	4Q26F	2026년
매출	3,457	3,350	3,410	3,522	13,738	3,515	3,394	3,495	3,693	14,097
백화점	806	816	765	953	3,339	875	878	812	1,012	3,577
국내	775	786	734	917	3,213	841	845	778	973	3,438
해외	31	30	31	36	127	34	33	34	39	140
할인점	1,487	1,295	1,334	1,355	5,471	1,501	1,312	1,374	1,366	5,552
국내	1,018	946	990	971	3,925	1,019	948	1,019	974	3,961
해외	469	350	344	383	1,546	481	364	355	392	1,592
하이마트	529	594	653	524	2,300	490	564	659	526	2,240
슈퍼	305	309	314	299	1,226	305	299	304	286	1,194
홈쇼핑	228	231	211	232	902	231	229	207	228	895
이커머스	28	27	23	32	109	29	27	21	30	107
컬처웍스	86	92	128	128	434	93	95	129	130	447
영업이익	148	41	131	228	547	206	81	131	251	669
백화점	130	65	83	226	504	180	103	101	267	650
국내	128	63	80	220	491	177	101	97	260	636
해외	2	2	4	6	13	2	2	4	6	14
할인점	28	-39	12	-8	-7	30	-33	7	-22	-18
국내	7	-48	2	-18	-57	8	-43	-3	-32	-69
해외	21	9	9	10	50	22	9	10	10	51
하이마트	-11	10	19	-9	10	-16	8	22	-5	9
슈퍼	3	3	5	-3	8	3	2	4	-3	5
홈쇼핑	12	12	10	10	45	17	11	9	7	44
이커머스	-9	-8	-10	-3	-29	-8	-8	-8	-3	-27
컬처웍스	-10	-6	8	-2	-11	3	1	-1	-1	1
세전이익	45	-24	-15	78	83	71	-40	23	238	292
당기순이익	18	-10	-49	115	74	55	-12	18	193	254
지배주주순이익	16	-20	-57	112	52	53	-11	17	193	252
매출(YoY %)	-1.6	-2.3	-4.4	1.3	-1.8	1.7	1.3	2.5	4.9	2.6
백화점	-1.1	-2.4	1.3	4.4	0.6	8.6	7.7	6.2	6.2	7.1
국내	-1.4	-2.7	0.7	4.2	0.3	8.5	7.5	6.0	6.1	7.0
해외	6.2	5.0	17.3	9.8	9.4	10.5	12.0	10.0	9.2	10.4
할인점	0.3	-1.8	-7.5	1.7	-1.9	0.9	1.3	3.0	0.8	1.5
국내	-3.4	-2.2	-9.6	0.9	-3.8	0.1	0.3	3.0	0.2	0.9
해외	9.5	-0.6	-0.9	3.6	3.3	2.6	4.0	3.1	2.3	2.9
영업이익(YoY %)	29.0	-27.5	-15.8	54.7	15.6	39.2	100.0	0.0	10.1	22.2
순이익(YoY %)	-79.2	-77.6	-354.6	-111.5	-105.3	225.4	-44.3	-130.5	72.0	388.6
영업이익률(%)	4.3	1.2	3.8	6.5	4.0	5.9	2.4	3.7	6.8	4.7
백화점	16.1	8.0	10.9	23.7	15.1	20.5	11.7	12.5	26.4	18.2
국내	16.5	8.0	10.8	24.0	15.3	21.1	11.9	12.5	26.8	18.5
해외	6.8	6.1	11.8	15.7	10.3	6.8	6.1	11.8	15.8	10.3
할인점	1.9	-3.0	0.9	-0.6	-0.1	2.0	-2.5	0.5	-1.6	-0.3
국내	0.7	-5.1	0.2	-1.8	-1.4	0.8	-4.5	-0.3	-3.3	-1.8
해외	4.6	2.6	2.7	2.6	3.2	4.6	2.6	2.7	2.6	3.2

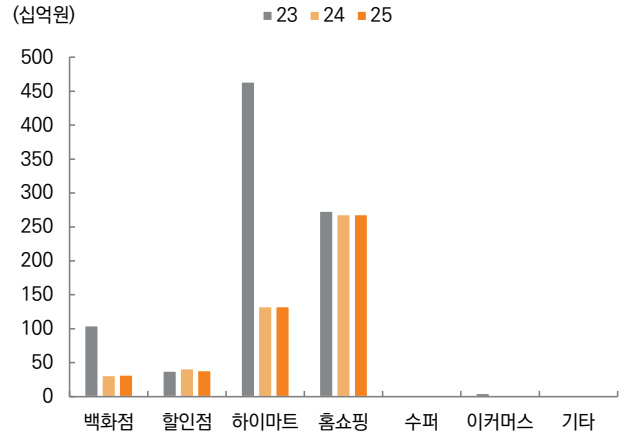
자료: 롯데쇼핑, 미래에셋증권 리서치센터

표 21. 롯데백화점 관리 매출 추정

	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26F	2Q26F	3Q26F	4Q26F	2024	2025	2026F
관리 매출(YoY %)	0.1	-0.4	3.1	8.0	12.5	9.8	7.9	5.5		2.9	8.7
외국인(YoY %)	**29.3**	**14.7**	**34.3**	**37.4**	**90.0**	**80.0**	**50.0**	**50.0**		**29.0**	**64.7**
내국인(YoY %)	-0.6	-0.9	2.0	7.0	10.0	7.0	6.0	3.5		2.0	6.5
외국인 비중(%)	**3.1**	**3.8**	**4.3**	**4.2**	**5.2**	**6.2**	**6.0**	**6.0**	**3.1**	**3.9**	**5.9**

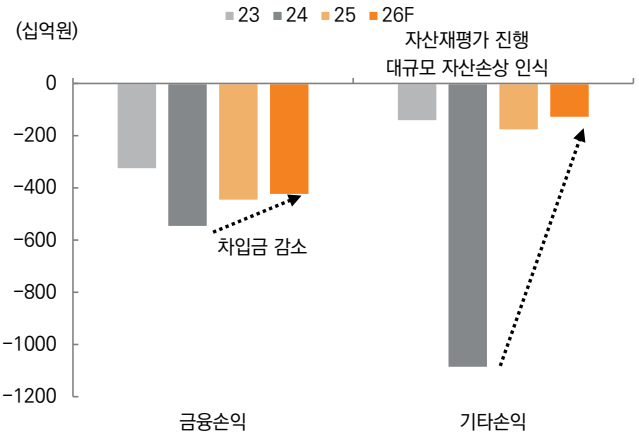
Note: 당사 추정
자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 106. 롯데쇼핑 사업부별 영업권 추이: 하이마트 영업권 부담 크게 감소 백화점 영업상황 감안 시 손상 가능성 제한적



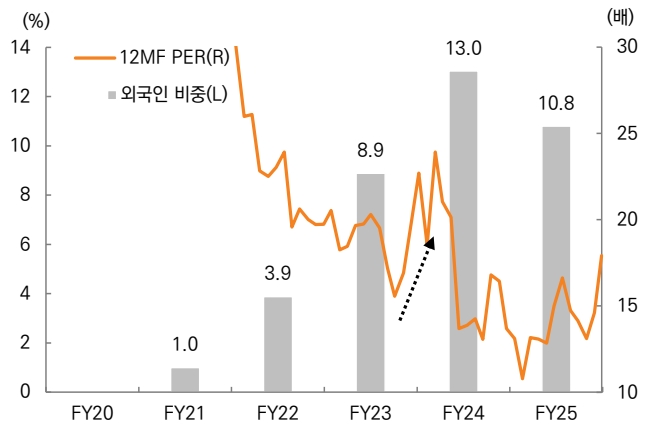
자료: 롯데쇼핑, 미래에셋증권 리서치센터

그림 107. 롯데쇼핑 영업외손익 전망



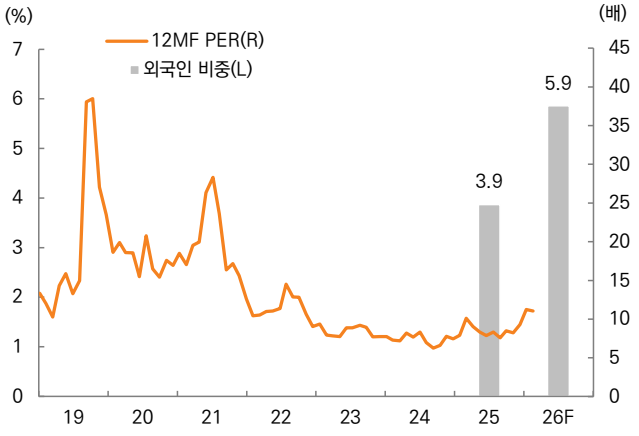
자료: 롯데쇼핑, 미래에셋증권 리서치센터

그림 108. 이세탄미츠코시 외국인 비중과 밸류에이션



자료: 이세탄미츠코시, 미래에셋증권 리서치센터

그림 109. 롯데쇼핑 외국인 비중과 밸류에이션



자료: 롯데쇼핑, 미래에셋증권 리서치센터

표 22. 롯데쇼핑 Valuation Table (원)

구분	내용	비고
12MF EPS	9,362	
Target PER(배)	14	유통업 평균에 30% 할증
적정 주가	135,284	
목표 주가	140,000	
현재 주가	105,300	
상승 여력(%)	33.0	

자료: 미래에셋증권 리서치센터

롯데쇼핑 (023530)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	2025	2026F	2027F	2028F
매출액	**13,738**	**14,097**	**14,297**	**14,407**
매출원가	**7,075**	**7,192**	**7,259**	**7,279**
매출총이익	**6,663**	**6,905**	**7,038**	**7,128**
판매비와관리비	**6,116**	**6,237**	**6,338**	**6,387**
조정영업이익	**547**	**669**	**701**	**742**
영업이익	**547**	**669**	**701**	**742**
비영업손익	**-464**	**-377**	**-347**	**-319**
금융손익	-465	-457	-431	-415
관계기업등 투자손익	164	181	183	184
세전계속사업손익	83	292	354	423
계속사업법인세비용	10	38	71	85
계속사업이익	74	254	283	339
중단사업이익	0	0	0	0
당기순이익	**74**	**254**	**283**	**339**
지배주주	52	252	303	362
비지배주주	22	3	-20	-24
총포괄이익	**-14**	**254**	**283**	**339**
지배주주	-10	245	273	326
비지배주주	-4	9	10	12
EBITDA	1,603	1,664	1,540	1,452
FCF	1,072	1,131	834	709
EBITDA 마진율 (%)	11.7	11.8	10.8	10.1
영업이익률 (%)	4.0	4.7	4.9	5.2
지배주주귀속 순이익률 (%)	0.4	1.8	2.1	2.5

예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	2025	2026F	2027F	2028F
유동자산	**5,195**	**6,084**	**5,945**	**5,823**
현금 및 현금성자산	572	1,237	1,034	874
매출채권 및 기타채권	647	679	683	688
재고자산	1,458	1,529	1,551	1,562
기타유동자산	2,518	2,639	2,677	2,699
비유동자산	**32,715**	**32,396**	**32,184**	**32,085**
관계기업투자등	1,474	1,546	1,568	1,580
유형자산	24,063	23,753	23,575	23,510
무형자산	788	654	582	527
자산총계	**37,910**	**38,480**	**38,130**	**37,909**
유동부채	**9,990**	**10,251**	**9,698**	**9,236**
매입채무 및 기타채무	2,499	2,620	2,657	2,678
단기금융부채	5,325	5,388	4,767	4,267
기타유동부채	2,166	2,243	2,274	2,291
비유동부채	**11,054**	**11,178**	**11,216**	**11,237**
장기금융부채	8,490	8,500	8,500	8,500
기타비유동부채	2,564	2,678	2,716	2,737
부채총계	**21,044**	**21,429**	**20,914**	**20,473**
지배주주지분	**15,185**	**15,367**	**15,551**	**15,795**
자본금	141	141	141	141
자본잉여금	3,574	3,574	3,574	3,574
이익잉여금	7,441	7,579	7,764	8,007
비지배주주지분	**1,681**	**1,684**	**1,664**	**1,640**
자본총계	**16,866**	**17,051**	**17,215**	**17,435**

예상 현금흐름표 (요약)

(십억원)	2025	2026F	2027F	2028F
영업활동으로 인한 현금흐름	**1,724**	**1,731**	**1,434**	**1,309**
당기순이익	74	254	283	339
비현금수익비용가감	1,621	1,299	1,151	1,019
유형자산감가상각비	980	911	778	665
무형자산상각비	76	84	62	45
기타	565	304	311	309
영업활동으로인한자산및부채의변동	46	216	71	36
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	132	-21	-7	-4
재고자산 감소(증가)	20	-71	-22	-12
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	0	29	9	5
법인세납부	-17	-38	-71	-85
투자활동으로 인한 현금흐름	**-871**	**-371**	**-297**	**-284**
유형자산처분(취득)	-623	-600	-600	-600
무형자산감소(증가)	-46	50	10	10
장단기금융자산의 감소(증가)	-403	-145	-44	-24
기타투자활동	201	324	337	330
재무활동으로 인한 현금흐름	**-1,742**	**-667**	**-1,318**	**-1,173**
장단기금융부채의 증가(감소)	-956	36	-622	-500
자본의 증가(감소)	0	0	0	0
배당금의 지급	-195	-113	-119	-119
기타재무활동	-591	-590	-577	-554
현금의 증가	**-983**	**665**	**-202**	**-160**
기초현금	1,555	572	1,237	1,034
기말현금	572	1,237	1,034	874

예상 주당가치 및 valuation (요약)

	2025	2026F	2027F	2028F
P/E (x)	39.8	11.8	9.8	8.2
P/CF (x)	1.2	1.9	2.1	2.2
P/B (x)	0.1	0.2	0.2	0.2
EV/EBITDA (x)	9.4	9.2	9.7	10.0
EPS (원)	1,822	8,905	10,711	12,811
CFPS (원)	59,905	54,920	50,691	47,981
BPS (원)	536,921	543,365	549,878	558,493
DPS (원)	4,000	4,200	4,200	4,200
배당성향 (%)	153.7	46.7	41.9	35.1
배당수익률 (%)	5.5	4.0	4.0	4.0
매출액증가율 (%)	-1.8	2.6	1.4	0.8
EBITDA증가율 (%)	0.9	3.8	-7.4	-5.8
조정영업이익증가율 (%)	15.6	22.2	4.8	5.9
EPS증가율 (%)	흑전	388.6	20.3	19.6
매출채권 회전율 (회)	27.1	31.2	30.7	30.6
재고자산 회전율 (회)	9.2	9.4	9.3	9.3
매입채무 회전율 (회)	11.8	11.8	11.5	11.4
ROA (%)	0.2	0.7	0.7	0.9
ROE (%)	0.3	1.6	2.0	2.3
ROIC (%)	1.8	2.7	2.3	2.4
부채비율 (%)	124.8	125.7	121.5	117.4
유동비율 (%)	52.0	59.4	61.3	63.0
순차입금/자기자본 (%)	67.4	62.7	59.5	56.7
조정영업이익/금융비용 (x)	0.9	1.1	1.2	1.3

자료: 롯데쇼핑, 미래에셋증권 리서치센터

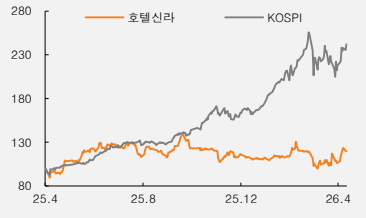
MIRAE ASSET 미래에셋증권

Equity Research
2026.4.15

투자의견(유지)	매수
목표주가(유지)	60,000원
현재주가(26/4/14)	48,550원
상승여력	23.6%

영업이익(26F,십억원)	93
Consensus 영업이익(26F,십억원)	129
EPS 성장률(26F,%)	흑전
MKT EPS 성장률(26F,%)	180.0
P/E(26F,x)	50.9
MKT P/E(26F,x)	7.6
KOSPI	5,967.75
시가총액(십억원)	1,905
발행주식수(백만주)	39
유동주식비율(%)	77.2
외국인 보유비중(%)	16.0
베타(12M) 일간수익률	0.46
52주 최저가(원)	37,900
52주 최고가(원)	56,400

(%)	1M	6M	12M
절대주가	14.8	-0.6	24.0
상대주가	5.5	-40.7	-49.0



[화장품/유통/의류]
배송이
songyi.bae@miraeasset.com

008770 · 호텔/레져

호텔신라

보릿고개 진짜 끝

면세점, 긴 터널을 지나 흑자전환 임박

인바운드는 지난 해부터 추세적으로 반등 중에 있지만 면세점에는 좀처럼 수혜가 미치지 못했다(25년 면세 영업이익 -473억원). 면세점 주요 수요층인 중국인이 타 국적 외국인 대비 회복이 더뎠고, 외국인 관광객의 소비가 관광상권 로드샵과 백화점으로 이동하고 있기 때문이다.

상기 요인들이 완화되면서 면세점 영업상황도 개선될 것으로 예상한다. **올해 인바운드가 중국인 주도로 회복될 것으로 예상되며, 달러위안 환율이 안정화되면서 이들의 면세점 구매력도 개선**되었기 때문이다. 이에 동사의 면세 **시내점 매출도 성장 전환**(매출 YoY: 25년 -5%, 26년F +3% 추정), **마진도 MSD% 이상을 안정적으로 유지**할 것으로 예상한다(시내점 OPM: 25년 4.5%, 26년F 5.2% 추정). 4월중 DF1 철수 이후 연간 500억원 이상에 달했던 국내 공항점 적자도 제거되기에 2분기부터 **면세 흑자전환 가능성이 매우 높다**고 판단된다.

호텔 ADR 상승 본격화

호텔은 면세와 달리 **OCC, ADR 모두 견조하게 상승하며 인바운드 수혜를 이미 체감**하고 있다. 올해도 추세 이어지는 가운데, 제주점 부진이 완화되고 있고 고정비를 최대한 효율화한 영향으로 **마진 레버리지도 본격화될 것**으로 예상된다. 현재 **ADR은 10% 수준 성장** 중이며, 특히 외국인 비중이 상대적으로 높은 스테이의 성장률이 높은 것으로 파악된다. **올해 ADR 8% 수준 성장으로 추정**하며, 마진도 추세 개선을 예상한다(호텔 OPM: 25년 8.9%, 26년F 10.6% 추정). 분기별로는 2~3분기 성수기에 진입하면서 긍정적인 추세가 특히 돋보일 것으로 기대한다.

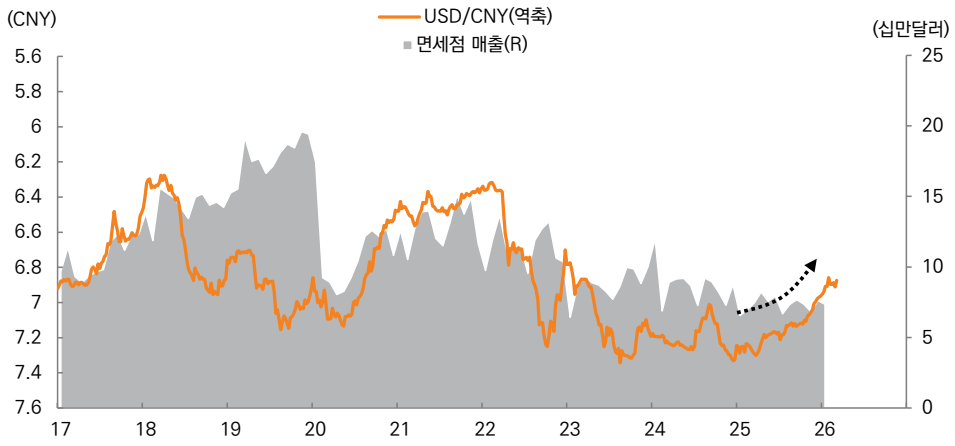
보릿고개를 지나 턴어라운드 기대감 고조

2~3분기 여행 성수기에 영업 상황이 긍정적일 것으로 기대되고, 동일 시점에 인천공항 적자도 제거될 예정이다. 동사 실적은 코로나 이후로도 수년간 흑자와 적자를 오고가며 이익 체력이 크게 약해졌으나, 2분기부터 본격적으로 턴어라운드할 것으로 예상된다. 턴어라운드 초입인 만큼 밸류에이션 매력은 낮지만, 인바운드 모멘텀의 도래 시점을 감안하면 실적 가시성 회복에 보다 방점을 둘 때라고 판단된다.

결산기 (12월)	2024	2025	2026F	2027F	2028F
매출액 (십억원)	3,948	4,068	3,891	3,927	4,099
영업이익 (십억원)	-5	14	93	128	148
영업이익률 (%)	-0.1	0.3	2.4	3.3	3.6
순이익 (십억원)	-62	-173	38	73	96
EPS (원)	-1,538	-4,321	954	1,825	2,403
ROE (%)	-6.5	-14.5	3.4	6.2	7.6
P/E (배)	-	-	50.9	26.6	20.2
P/B (배)	1.1	1.5	1.6	1.5	1.4
배당수익률 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0

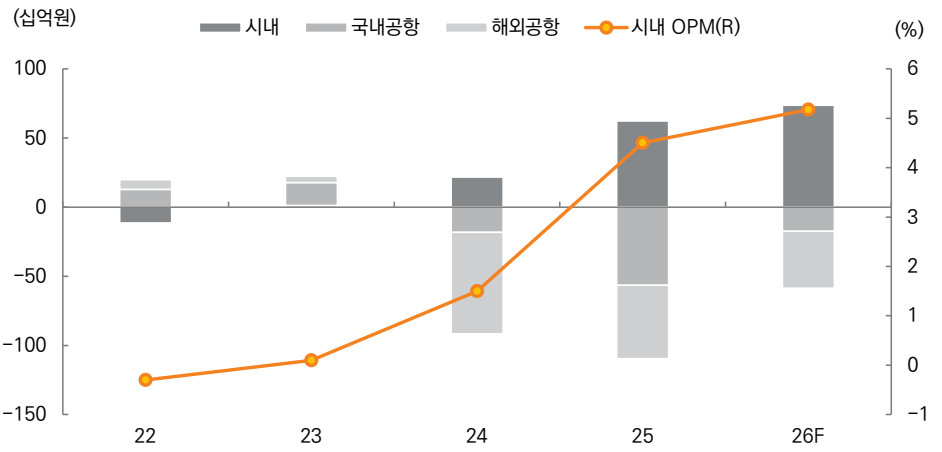
주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익
자료: 호텔신라, 미래에셋증권 리서치센터

그림 110. 달러위안 환율과 면세점 매출 추이



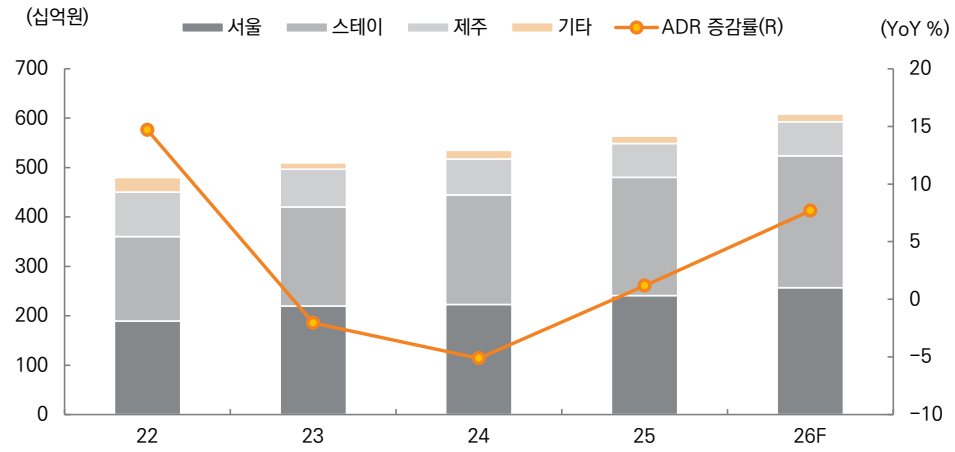
자료: 한국면세점협회, 미래에셋증권 리서치센터

그림 111. 호텔신라 면세 사업장별 영업손익 전망: 시내 이익 개선 + 국내공항 적자 축소



자료: 호텔신라, 미래에셋증권 리서치센터

그림 112. 호텔신라 호텔 실적 전망: 꾸준한 매출 성장 + ADR 개선 본격화



자료: 호텔신라, 미래에셋증권 리서치센터

표 23. 호텔신라 연간 실적 전망 (십억원)

	2023	2024	2025	2026F	2027F	2028F
매출액	3,568	3,948	4,068	3,891	3,927	4,099
면세점	2,934	3,282	3,382	3,157	3,140	3,255
시내	1,375	1,457	1,383	1,423	1,459	1,493
공항	1,559	1,825	1,999	1,735	1,681	1,762
호텔/생활레저	635	666	687	734	787	843
영업이익	91	(5)	14	93	128	148
면세점	22	(70)	(47)	15	40	49
시내	1	22	62	74	79	83
공항	21	(92)	(110)	(59)	(40)	(34)
호텔/생활레저	69	65	61	78	88	99
세전이익	107	(47)	(230)	48	91	120
순이익	86	(62)	(173)	38	73	96
지배주주순이익	86	(62)	(173)	38	73	96
영업이익률(%)	2.6	(0.1)	0.3	2.4	3.3	3.6
면세점	0.8	(2.1)	(1.4)	0.5	1.3	1.5
시내	0.1	1.5	4.5	5.2	5.4	5.5
공항	1.3	(5.0)	(5.5)	(3.4)	(2.4)	(1.9)
호텔/생활레저	10.8	9.7	8.9	10.6	11.2	11.8
매출액 (YoY %)	(27.5)	10.6	3.1	(4.3)	0.9	4.4
면세점	(32.2)	11.9	3.0	(6.6)	(0.6)	3.7
시내	(63.7)	6.0	(5.1)	2.8	2.6	2.3
공항	190.0	17.0	9.5	(13.2)	(3.1)	4.9
호텔/생활레저	6.5	4.9	3.1	6.9	7.2	7.2
영업이익 (YoY %)	16.4	적전	흑전	587.6	37.0	16.1
면세점	163.5	적전	적지	흑전	162.6	23.6
호텔/생활레저	(1.4)	(6.1)	(5.6)	28.3	12.8	12.7
지배순이익 (YoY %)	흑전	적전	적지	흑전	91.3	31.7

자료: 호텔신라, 미래에셋증권 리서치센터

표 24. 호텔신라 분기 실적 전망 (십억원)

	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	2025년	1Q26F	2Q26F	3Q26F	4Q26F	2026년
매출액	972	1,025	1,026	1,045	4,068	1,017	951	958	965	3,891
면세점	827	850	850	855	3,382	862	765	769	762	3,157
시내	316	364	366	338	1,383	348	360	369	346	1,423
공항	511	487	484	517	1,999	514	405	399	417	1,735
호텔/생활레저	145	175	176	191	687	156	186	189	203	734
영업이익	(3)	9	12	(4)	14	(1)	36	31	27	93
면세점	(5)	(11)	(10)	(21)	(47)	(8)	10	5	7	15
호텔/생활레저	3	20	22	17	61	7	26	25	20	78
세전이익	(4)	2	(187)	(41)	(230)	(9)	28	22	7	48
순이익	(6)	(1)	(149)	(17)	(173)	(7)	22	18	5	38
지배주주순이익	(6)	(1)	(149)	(17)	(173)	(7)	22	18	5	38
영업이익률(%)	(0.3)	0.8	1.1	(0.4)	0.3	(0.1)	3.8	3.2	2.8	2.4
면세점	(0.6)	(1.3)	(1.2)	(2.4)	(1.4)	(0.9)	1.3	0.7	0.9	0.5
호텔/생활레저	1.7	11.4	12.4	8.7	8.9	4.4	14.0	13.3	9.8	10.6
매출액 (YoY %)	(0.9)	2.3	0.9	10.3	3.1	4.7	(7.3)	(6.6)	(7.7)	(4.3)
면세점	(0.4)	2.1	0.6	10.5	3.0	4.2	(10.1)	(9.5)	(10.8)	(6.6)
시내	(21.0)	(3.2)	(1.3)	8.7	(5.1)	10.0	(1.0)	1.0	2.3	2.8
공항	18.7	6.4	2.1	11.8	9.5	0.6	(16.8)	(17.5)	(19.4)	(13.2)
호텔/생활레저	(3.6)	3.2	2.7	9.3	3.1	7.6	6.4	7.4	6.4	6.9
영업이익 (YoY %)	적전	(68.6)	흑전	적지	흑전	적지	319.7	166.2	흑전	587.6
면세점	적전	적전	적지	적지	적지	적지	흑전	흑전	흑전	흑전
호텔/생활레저	(59.7)	(2.9)	0.9	3.1	(5.6)	176.9	30.7	15.3	20.2	28.3
지배순이익 (YoY %)	적지	적전	적지	적지	적지	적지	흑전	흑전	흑전	흑전

자료: 호텔신라, 미래에셋증권 리서치센터

표 25. 호텔신라 Valuation Table (십억원)

	2026F	2027F	비고
면세점(A)			
시내 영업이익	74	79	
해외공항 영업이익	(41)	(39)	
면세 NOPLAT	26	32	
Target Multiple(배)	25	25	따이공 활성화 이전(2014~16년) 평균 26배
사업가치	652	810	
호텔(B)			
영업이익	78	88	
호텔 NOPLAT	63	70	
Target Multiple(배)	20	20	GS피앤엘, 서부T&D 평균 12MF PER 19배
사업가치	1,250	1,410	
합계(A+B)	1,902	2,219	
적정주가(원)	51,241	59,795	자사주 제외
목표주가 i (원)	54,092		시간가중치 적용
목표주가 ii (원)	60,000		
현재주가(원)	48,550		
상승여력(%)	23.6		

자료: 미래에셋증권 리서치센터

호텔신라 (008770)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	2025	2026F	2027F	2028F
매출액	**4,068**	**3,891**	**3,927**	**4,099**
매출원가	**2,248**	**2,151**	**2,167**	**2,258**
매출총이익	**1,820**	**1,740**	**1,760**	**1,841**
판매비와관리비	**1,806**	**1,648**	**1,632**	**1,693**
조정영업이익	**14**	**93**	**128**	**148**
영업이익	**14**	**93**	**128**	**148**
비영업손익	**-244**	**-45**	**-37**	**-28**
금융손익	7	-45	-38	-32
관계기업등 투자손익	0	0	0	0
세전계속사업손익	-230	48	91	120
계속사업법인세비용	-57	10	18	24
계속사업이익	-173	38	73	96
중단사업이익	0	0	0	0
당기순이익	**-173**	**38**	**73**	**96**
지배주주	-173	38	73	96
비지배주주	0	0	0	0
총포괄이익	**-178**	**38**	**73**	**96**
지배주주	-178	38	73	96
비지배주주	0	0	0	0
EBITDA	154	200	217	225
FCF	50	210	171	175
EBITDA 마진율 (%)	3.8	5.1	5.5	5.5
영업이익률 (%)	0.3	2.4	3.3	3.6
지배주주귀속 순이익률 (%)	-4.3	1.0	1.9	2.3

예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	2025	2026F	2027F	2028F
유동자산	**1,401**	**1,496**	**1,100**	**1,255**
현금 및 현금성자산	338	515	105	217
매출채권 및 기타채권	206	190	197	205
재고자산	526	486	490	512
기타유동자산	331	305	308	321
비유동자산	**2,140**	**2,020**	**1,976**	**1,951**
관계기업투자등	0	0	0	0
유형자산	1,519	1,417	1,372	1,338
무형자산	22	17	13	10
자산총계	**3,541**	**3,516**	**3,076**	**3,206**
유동부채	**1,298**	**1,240**	**727**	**758**
매입채무 및 기타채무	265	245	247	258
단기금융부채	624	618	100	103
기타유동부채	409	377	380	397
비유동부채	**1,137**	**1,131**	**1,132**	**1,135**
장기금융부채	1,059	1,059	1,059	1,059
기타비유동부채	78	72	73	76
부채총계	**2,435**	**2,371**	**1,859**	**1,893**
지배주주지분	**1,106**	**1,144**	**1,217**	**1,313**
자본금	200	200	200	200
자본잉여금	206	206	206	206
이익잉여금	55	93	166	262
비지배주주지분	**0**	**0**	**0**	**0**
자본총계	**1,106**	**1,144**	**1,217**	**1,313**

예상 현금흐름표 (요약)

(십억원)	2025	2026F	2027F	2028F
영업활동으로 인한 현금흐름	**104**	**210**	**211**	**215**
당기순이익	-173	38	73	96
비현금수익비용가감	165	161	146	132
유형자산감가상각비	134	102	85	73
무형자산상각비	7	5	4	3
기타	24	54	57	56
영업활동으로인한자산및부채의변동	106	1	-5	-1
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	92	6	-1	-3
재고자산 감소(증가)	98	40	-4	-21
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	-39	-16	2	8
법인세납부	-9	-10	-18	-24
투자활동으로 인한 현금흐름	**-104**	**108**	**-48**	**-63**
유형자산처분(취득)	-53	-40	-40	-40
무형자산감소(증가)	1	0	0	0
장단기금융자산의 감소(증가)	-142	36	-4	-19
기타투자활동	90	112	-4	-4
재무활동으로 인한 현금흐름	**-30**	**-70**	**-572**	**-40**
장단기금융부채의 증가(감소)	25	-6	-519	3
자본의 증가(감소)	0	0	0	0
배당금의 지급	0	0	0	0
기타재무활동	-55	-64	-53	-43
현금의 증가	**-32**	**176**	**-409**	**111**
기초현금	370	338	515	105
기말현금	338	515	105	217

예상 주당가치 및 valuation (요약)

	2025	2026F	2027F	2028F
P/E (x)	-	50.9	26.6	20.2
P/CF (x)	-	9.7	8.9	8.5
P/B (x)	1.5	1.6	1.5	1.4
EV/EBITDA (x)	18.3	14.1	12.5	11.5
EPS (원)	-4,321	954	1,825	2,403
CFPS (원)	-184	4,986	5,464	5,710
BPS (원)	30,267	31,221	33,046	35,448
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	-4.3	0.9	4.4
EBITDA증가율 (%)	21.4	29.9	8.3	3.4
조정영업이익증가율 (%)	흑전	590.0	37.0	16.1
EPS증가율 (%)	적지	흑전	91.3	31.7
매출채권 회전율 (회)	48.5	49.6	51.9	52.7
재고자산 회전율 (회)	7.1	7.7	8.0	8.2
매입채무 회전율 (회)	10.9	10.9	11.4	11.6
ROA (%)	-4.7	1.1	2.2	3.1
ROE (%)	-14.5	3.4	6.2	7.6
ROIC (%)	0.5	3.6	5.3	6.3
부채비율 (%)	220.1	207.2	152.7	144.1
유동비율 (%)	107.9	120.6	151.3	165.6
순차입금/자기자본 (%)	95.1	77.9	64.1	50.3
조정영업이익/금융비용 (x)	0.2	1.5	2.4	3.4

자료: 호텔신라, 미래에셋증권 리서치센터

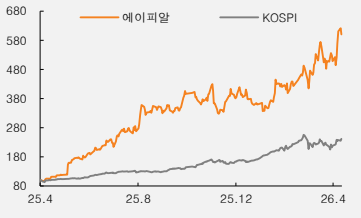
MIRAE ASSET 미래에셋증권

Equity Research
2026.4.15

투자의견(유지)	**매수**
목표주가(유지)	**480,000원**
현재주가(26/4/14)	386,000원
상승여력	24.4%

영업이익(26F,십억원)	607
Consensus 영업이익(26F,십억원)	627
EPS 성장률(26F,%)	66.7
MKT EPS 성장률(26F,%)	180.0
P/E(26F,x)	30.1
MKT P/E(26F,x)	7.6
KOSPI	5,967.75
시가총액(십억원)	14,451
발행주식수(백만주)	37
유동주식비율(%)	65.0
외국인 보유비중(%)	36.5
베타(12M) 일간수익률	0.74
52주 최저가(원)	65,800
52주 최고가(원)	399,500

(%)	1M	6M	12M
절대주가	12.7	56.3	471.0
상대주가	3.6	-6.7	135.0



[화장품/유통/의류]

배송이
songyi.bae@miraeasset.com

278470 · 화장품

에이피알

인바운드 마케팅도 장인급

체험형 인바운드 마케팅 전략 점검

K-뷰티 글로벌 마케팅의 주축은 크게 퍼포먼스 마케팅, 인플루언서 마케팅으로 구성되어 있다. 매출 연계도가 높은 마케팅 방식으로 K-뷰티의 폭발적 성장을 주도하고 있으며, 에이피알이 강점을 가지고 있는 영역이기도 하다.

간접적 마케팅으로는 브랜드 마케팅, 체험형 마케팅 등 브랜드 경험과 이미지를 제고하는 방식이 있는데, 여기서 축적된 자산이 중장기 브랜드 모멘텀으로 연결되게 된다. K-뷰티 산업이 거대해지면서 브랜드들이 간접 마케팅에도 점차 투자를 확대하는 가운데, **에이피알도 경험을 강조하는 인바운드 마케팅 전략을 적극적으로 펼치고 있다**. 특히 디바이스의 경우 화장품보다 체험 마케팅에 더 용이한 카테고리로 **디바이스 시장에서 선도적 입지가 더욱 강화되는 시너지 효과가 기대**된다.

1)**핵심 상권에 체험형 랜드마크 플래그십이 확대**되고 있다. 최근 홍대, 도산에 이어 성수 플래그십을 출점하였으며, 해당 매장들에서 외국인과 디바이스 매출 비중이 높게 나타나는 것으로 파악된다(성수 플래그십 매출 비중 외국인 50%, 디바이스 70%).

2)**올리브영 연계 전략**도 유효하다. 외국인 매출 비중이 70~90%로 압도적인 올리브영 글로벌 특화 매장(명동 타운, N성수점 등) 메디큐브 브랜드와 디바이스를 전면 배치하였다. 디바이스를 포함한 대다수의 제품이 올리브영 글로벌몰에도 입점되어 있어 한국에서 제품을 경험한 외국인 관광객이 본국에 돌아가서도 구매할 수 있도록 하고 있다.

디바이스 중장기 성장 모멘텀으로 착실히 육성 중

에이피알의 현재 성장 모멘텀은 화장품에 쏠려 있지만, 사측은 중장기 모멘텀으로 디바이스를 꾸준히 육성하고 있다. K-뷰티는 대중적으로 개화하는 단계지만 디바이스는 여전히 매우 초기 시장이다. **동사의 인바운드 마케팅은 단순한 제품 판매를 넘어 방한 외국인이 경험하고 싶은 K-뷰티테크 체험 코스로 브랜딩하는데에 집중**되어 있다. 디바이스 시장이 향후 개화하면서 시장을 선점했고 소비자 스킨십을 가장 적극적으로 해온 동사의 수혜가 가장 크게 나타날 것으로 기대한다.

결산기 (12월)	2024	2025	2026F	2027F	2028F
매출액 (십억원)	723	1,527	2,442	2,928	3,382
영업이익 (십억원)	123	366	607	747	868
영업이익률 (%)	17.0	24.0	24.9	25.5	25.7
순이익 (십억원)	108	290	481	597	695
EPS (원)	2,842	7,704	12,843	15,934	18,567
ROE (%)	41.3	75.3	81.4	62.2	48.1
P/E (배)	17.6	30.0	30.1	24.2	20.8
P/B (배)	5.0	19.4	19.6	12.2	8.5
배당수익률 (%)	0.0	2.2	1.3	1.0	1.2

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

그림 113. 메디큐브 성수 플래그십스토어:
약 136평, 2층 규모의 체험형 공간. 매장 매출 중 외국인 비중 50%, 디바이스 비중 70%

자료: 언론 보도, 미래에셋증권 리서치센터

그림 114. 올리브영 명동 타운(외국인 매출 비중 90% 이상) 메디큐브 부스:
주요 제품과 디바이스 전면 배치

자료: 언론 보도, 미래에셋증권 리서치센터

표 26. 에이피알 연간 실적 전망 (십억원)

	2024	2025	2026F	2027F	2028F
매출액	723	1,527	2,442	2,928	3,382
뷰티	651	1,484	2,408	2,900	3,360
디바이스	313	407	513	611	710
화장품	338	1,077	1,894	2,289	2,650
기타	72	43	35	28	22
국내	323	299	294	284	275
디바이스	130	117	116	110	104
화장품	134	139	143	147	149
해외	400	1,228	2,149	2,643	3,107
디바이스	182	294	398	501	606
화장품	205	934	1,751	2,142	2,501
미국	158	573	1112	1358	1593
일본	52	189	259	286	305
중국/홍콩	88	98	103	111	120
유럽			168	302	444
기타	41	64	72	83	95
B2B	60	304	435	504	550
영업이익	123	366	607	747	868
당기순이익	108	290	481	597	695
영업이익률 (%)	17.0	23.9	24.8	25.5	25.7
매출액(YoY %)	38.0	111.3	59.9	19.9	15.5
뷰티	51.3	127.9	62.2	20.4	15.9
디바이스	44.7	30.1	26.2	19.0	16.2
화장품	57.9	218.3	75.9	20.8	15.8
기타	(23.3)	(39.6)	(20.0)	(20.0)	(20.0)
국내	1.4	(7.4)	(1.8)	(3.3)	(3.1)
디바이스	(6.2)	(10.3)	(1.0)	(5.0)	(5.0)
화장품	24.0	3.9	3.1	2.2	1.5
해외	94.8	207.2	75.0	23.0	17.5
디바이스	140.8	61.5	35.2	25.9	20.9
화장품	89.8	355.1	87.5	22.4	16.8
미국	133.0	261.8	94.2	22.1	17.3
일본	57.2	261.9	37.2	10.5	6.6
중국/홍콩	26.9	11.7	4.3	8.1	8.2
유럽				79.1	47.2
기타	18.4	56.7	11.6	15.0	15.0
B2B	777.1	405.1	43.0	15.9	9.1
영업이익(YoY %)	17.8	197.9	65.9	23.2	16.1
당기순이익(YoY %)	31.9	169.2	66.0	24.1	16.5

자료: 에이피알, 미래에셋증권 리서치센터

표 27. 에이피알 분기 실적 전망 (십억원)

	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	2025년	1Q26F	2Q26F	3Q26F	4Q26F	2026년
매출액	266	328	386	548	1,527	589	603	591	660	2,442
뷰티	256	317	375	536	1,484	580	596	583	649	2,408
디바이스	91	90	103	123	407	122	120	127	143	513
화장품	165	227	272	413	1,077	458	475	456	505	1,894
기타	10	11	11	12	43	8	7	8	11	35
국내	77	73	76	73	299	77	72	72	72	294
디바이스	33	26	29	29	117	34	26	27	28	116
화장품	34	37	37	32	139	35	38	37	33	143
해외	189	255	310	475	1,228	511	531	519	588	2,149
디바이스	59	68	71	95	294	89	94	100	115	398
화장품	130	186	238	379	934	423	437	419	473	1,751
미국	71	96	151	255	573	246	279	261	326	1,112
일본	29	44	47	69	189	59	60	68	73	259
중국/홍콩	23	26	22	27	98	22	29	24	27	103
유럽				2	2	28	37	44	59	168
기타	15	16	16	15	63	18	18	18	17	72
B2B	51	72	74	107	304	137	108	104	86	435
영업이익	55	85	96	130	366	145	148	156	158	607
당기순이익	50	66	75	99	290	115	117	123	126	481
영업이익률 (%)	20.5	25.8	24.9	23.8	23.9	24.6	24.5	26.3	24.0	24.8
매출액(YoY %)	78.6	110.8	121.7	124.2	111.3	121.2	84.0	53.2	20.5	59.9
뷰티	93.6	126.8	135.4	143.8	127.9	126.8	87.8	55.3	21.1	62.2
디바이스	36.2	32.1	38.5	18.8	30.1	34.8	33.6	23.4	16.7	26.2
화장품	152.3	216.9	220.4	254.8	218.3	177.5	109.3	67.4	22.4	75.9
기타	(39.6)	(32.2)	(28.4)	(51.0)	(39.6)	(20.0)	(30.0)	(25.0)	(6.8)	(20.0)
국내	(7.3)	(6.7)	2.9	(17.0)	(7.4)	0.4	(1.8)	(4.8)	(1.2)	(1.8)
디바이스	(5.1)	(21.5)	(2.2)	(12.0)	(10.3)	2.0	3.0	(6.0)	(3.0)	(1.0)
화장품	(4.6)	6.0	10.2	4.5	3.9	5.0	3.0	2.0	2.6	3.1
해외	186.1	229.7	209.1	203.8	207.2	170.2	108.7	67.4	23.8	75.0
디바이스	84.8	92.1	64.7	33.8	61.5	50.2	37.4	40.1	20.8	35.2
화장품	332.3	405.8	347.3	346.1	355.1	224.8	134.9	75.6	24.6	87.5
미국	186.2	285.8	280.1	269.7	261.8	247.5	189.9	73.4	27.7	94.2
일본	198.2	366.1	206.5	289.3	261.9	102.0	35.8	45.0	5.4	37.2
중국/홍콩	28.1	13.8	3.1	5.7	11.7	(1.5)	10.5	5.1	2.4	4.3
유럽										
기타	72.8	94.0	64.6	5.1	52.0	20.0	10.0	15.0	15.3	15.0
B2B	933.1	536.7	431.9	256.4	405.1	168.0	51.1	40.0	(19.8)	43.0
영업이익(YoY %)	96.5	201.9	252.8	228.3	197.9	165.7	74.6	61.8	21.5	65.9
당기순이익(YoY %)	107.3	175.2	366.3	127.6	169.2	130.2	76.5	65.2	27.1	66.0

자료: 에이피알, 미래에셋증권 리서치센터

표 28. 에이피알 Valuation Table (원)

구분	내용	비고
12MF EPS	13,836	
Target PER(배)	35	아모레퍼시픽 리레이팅 구간(2014~15년) 평균 35배
적정 주가	484,255	
목표 주가	480,000	
현재 주가	386,000	
상승 여력(%)	24.4	

자료: 미래에셋증권 리서치센터

에이피알 (278470)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	2025	2026F	2027F	2028F
매출액	**1,527**	**2,442**	**2,928**	**3,382**
매출원가	**357**	**565**	**670**	**767**
매출총이익	**1,170**	**1,877**	**2,258**	**2,615**
판매비와관리비	**805**	**1,271**	**1,510**	**1,748**
조정영업이익	**366**	**607**	**747**	**868**
영업이익	**366**	**607**	**747**	**868**
비영업손익	**-2**	**-2**	**3**	**6**
금융손익	0	6	11	18
관계기업등 투자손익	0	0	0	0
세전계속사업손익	364	605	750	874
계속사업법인세비용	75	124	154	179
계속사업이익	290	481	597	695
중단사업이익	0	0	0	0
당기순이익	**290**	**481**	**597**	**695**
지배주주	290	481	597	695
비지배주주	0	0	0	0
총포괄이익	**288**	**481**	**597**	**695**
지배주주	288	481	597	695
비지배주주	0	0	0	0
EBITDA	396	632	775	885
FCF	326	488	586	704
EBITDA 마진율 (%)	25.9	25.9	26.5	26.2
영업이익률 (%)	24.0	24.9	25.5	25.7
지배주주귀속 순이익률 (%)	19.0	19.7	20.4	20.5

예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	2025	2026F	2027F	2028F
유동자산	**546**	**896**	**1,393**	**1,988**
현금 및 현금성자산	154	443	870	1,399
매출채권 및 기타채권	91	110	130	150
재고자산	165	199	239	276
기타유동자산	136	144	154	163
비유동자산	**226**	**217**	**226**	**213**
관계기업투자등	0	0	0	0
유형자산	60	46	50	33
무형자산	7	8	9	8
자산총계	**772**	**1,113**	**1,619**	**2,201**
유동부채	**238**	**287**	**344**	**398**
매입채무 및 기타채무	143	172	207	239
단기금융부채	23	27	33	38
기타유동부채	72	88	104	121
비유동부채	**88**	**89**	**92**	**94**
장기금융부채	78	78	78	78
기타비유동부채	10	11	14	16
부채총계	**326**	**377**	**436**	**492**
지배주주지분	**446**	**736**	**1,183**	**1,709**
자본금	4	4	4	4
자본잉여금	13	13	13	13
이익잉여금	427	718	1,164	1,691
비지배주주지분	**0**	**0**	**0**	**0**
자본총계	**446**	**736**	**1,183**	**1,709**

예상 현금흐름표 (요약)

(십억원)	2025	2026F	2027F	2028F
영업활동으로 인한 현금흐름	**341**	**498**	**616**	**704**
당기순이익	290	481	597	695
비현금수익비용가감	102	136	163	171
유형자산감가상각비	29	24	26	17
무형자산상각비	1	1	1	1
기타	72	111	136	153
영업활동으로인한자산및부채의변동	-32	-9	-8	-9
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	-41	-16	-19	-18
재고자산 감소(증가)	-55	-34	-40	-37
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	74	13	15	14
법인세납부	-25	-124	-154	-179
투자활동으로 인한 현금흐름	**-94**	**-89**	**-102**	**-80**
유형자산처분(취득)	-15	-10	-30	0
무형자산감소(증가)	-3	-2	-2	0
장단기금융자산의 감소(증가)	7	-11	-12	-12
기타투자활동	-83	-66	-58	-68
재무활동으로 인한 현금흐름	**-182**	**-187**	**-201**	**-163**
장단기금융부채의 증가(감소)	-12	5	5	5
자본의 증가(감소)	-123	0	0	0
배당금의 지급	-134	-191	-150	-168
기타재무활동	87	-1	-56	0
현금의 증가	**64**	**289**	**427**	**529**
기초현금	90	154	443	870
기말현금	154	443	870	1,399

예상 주당가치 및 valuation (요약)

	2025	2026F	2027F	2028F
P/E (x)	30.0	30.1	24.2	20.8
P/CF (x)	22.2	23.4	19.0	16.7
P/B (x)	19.4	19.6	12.2	8.5
EV/EBITDA (x)	21.6	22.1	17.5	14.7
EPS (원)	7,704	12,843	15,934	18,567
CFPS (원)	10,405	16,480	20,283	23,143
BPS (원)	11,910	19,661	31,595	45,662
DPS (원)	5,090	5,090	4,000	4,500
배당성향 (%)	65.8	39.6	25.1	24.2
배당수익률 (%)	2.2	1.6	1.3	1.4
매출액증가율 (%)	111.3	59.9	19.9	15.5
EBITDA증가율 (%)	172.6	59.6	22.7	14.3
조정영업이익증가율 (%)	197.9	65.9	23.2	16.1
EPS증가율 (%)	171.1	66.7	24.1	16.5
매출채권 회전율 (회)	26.0	28.4	28.3	27.8
재고자산 회전율 (회)	11.1	13.4	13.4	13.1
매입채무 회전율 (회)	7.3	8.0	7.9	7.7
ROA (%)	43.3	51.0	43.7	36.4
ROE (%)	75.3	81.4	62.2	48.1
ROIC (%)	130.4	214.4	256.4	291.4
부채비율 (%)	73.1	51.2	36.9	28.8
유동비율 (%)	229.0	312.0	404.6	499.9
순차입금/자기자본 (%)	-19.2	-63.7	-75.9	-83.6
조정영업이익/금융비용 (x)	103.7	855.3	1,005.0	1,112.6

자료: 에이피알, 미래에셋증권 리서치센터

MIRAE ASSET 미래에셋증권

Equity Research
2026.4.15

481070 · 의류

에이유브랜즈

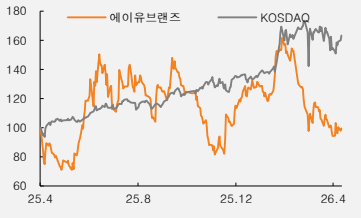
유일한 K-패션 상장사

Not Rated

목표주가	-
현재주가(26/4/14)	16,880원
상승여력	-

영업이익(26F,십억원)	-
Consensus 영업이익(26F,십억원)	-
EPS 성장률(26F,%)	-
MKT EPS 성장률(26F,%)	-
P/E(26F,x)	-
MKT P/E(26F,x)	-
KOSDAQ	1,121.88
시가총액(십억원)	241
발행주식수(백만주)	14
유동주식비율(%)	39.3
외국인 보유비중(%)	0.6
베타(12M) 일간수익률	0.62
52주 최저가(원)	12,040
52주 최고가(원)	27,400

(%)	1M	6M	12M
절대주가	-12.8	-20.0	13.7
상대주가	-10.4	-39.5	-28.2



[화장품/유통/의류]

배송이
songyi.bae@miraeasset.com

인바운드 맛집

동사가 전개하는 브랜드 락피쉬 웨더웨어는 **2~30대 중국인, 일본인 여성층 사이에서 높은 인지도를 확보하고 있는 K-패션 브랜드**이다. 지난 해 기준 **직영 매장 매출 내 외국인 관광객 비중은 86%, 전년비 성장률은 367%**로 그 비중과 성장성 모두 압도적인 실적을 기록했다. 명동, 한남, 성수, 더현대서울, 도산, 신세계강남, 신세계센텀 핵심적인 외국인 관광 상권에 직영점을 전개하고 있으며, 특히 플래그십 형태인 명동, 성수 매장은 월 매출 7~8억원 선으로 파악된다. 일반적인 패션 브랜드 가두점 월매출이 1억원 내외인 점을 감안하면 놀라운 효율이다. 방한 외국인의 구조적 성장에 따라 동사의 인바운드 매출도 성장세를 이어갈 것으로 기대된다.

수출로도 확장

올해 동사 실적의 가장 큰 드라이버는 중국 수출이 될 전망이다. 인바운드에서 강한 수요가 확인되는 바, 동사는 지난해 하반기부터 중국 사업을 개시, 올해 본격화할 계획이다. **지난해 말 9개였던 중국 매장 수가 올해 말까지 40개로 큰 폭으로 확대**될 예정이다. 현재 공격적인 출점 중에도 **매장 효율은 월 2억원 수준을 견조하게 유지**하고 있어 동사 브랜드의 강한 수요가 다시금 확인되는 모습이다.

지금껏 많은 의류 브랜드들이 중국 진출을 시도했지만 F&F 정도를 제외하면 현재까지 뚜렷하게 성공한 상장기업은 없었다. F&F의 성공 요인은 현지 진출 이전부터 이미 인바운드 수요가 강했기 때문으로 분석되는데, 동사의 중국 진출 형태와 유사하다고 판단된다. 중국 **진출 성공 가능성을 높게 평가**하는 이유이다.

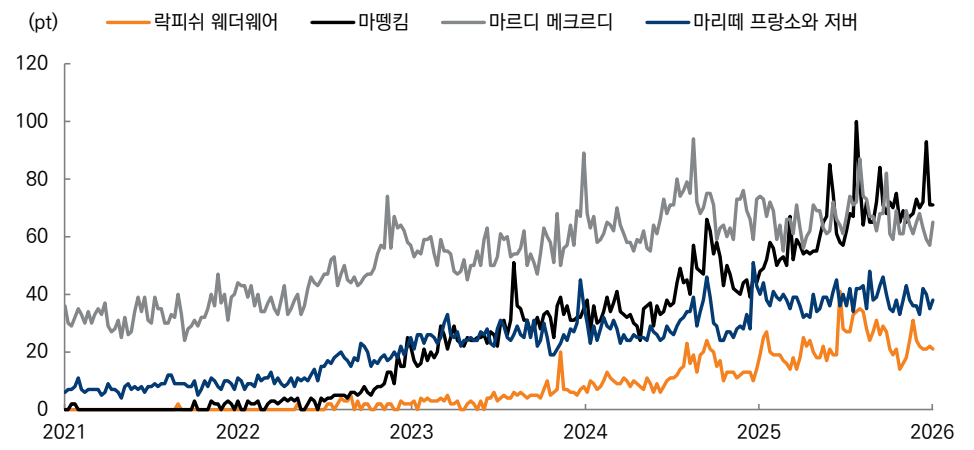
2026년 가이던스 매출액 1,000억원, OPM 20% 이상

사측 출점 계획에 점당 효율 유지를 가정했을 때 **올해 중국 수출 400억원 이상을 무난하게 기록**할 것으로 추정된다. **지난 해 연간 매출이 600억원이었고, 1분기 매출이 100% 이상 성장한 것으로 파악**되어 크게 공격적인 가이던스는 아니라고 판단된다. 중국 매출이 커지면서 출점과 함께 확대되었던 고정비도 점차 레버리지 구간에 진입할 가능성이 높다. **의류 업종 내 인바운드 수혜와 수출 모멘텀을 동시에 누릴 수 있는 유일한 종목**으로 판단된다.

결산기 (12월)	2021	2022	2023	2024	2025
매출액 (십억원)	0	19	42	45	60
영업이익 (십억원)	0	6	16	12	10
영업이익률 (%)	-	31.6	38.1	26.7	16.7
순이익 (십억원)	0	5	13	10	8
EPS (원)	-	460	1,034	807	615
ROE (%)	-	128.0	92.9	38.5	16.8
P/E (배)	-	0.0	0.0	0.0	36.3
P/B (배)	-	0.0	0.0	0.0	4.6
배당수익률 (%)	-	-	-	-	0.0

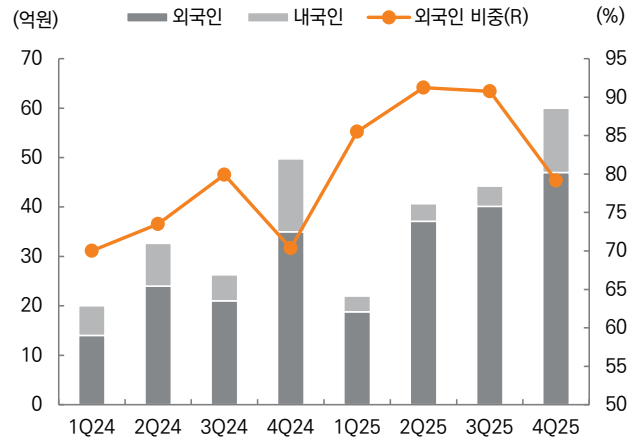
주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익
자료: 에이유브랜즈, 미래에셋증권 리서치센터

그림 115. K-패션 브랜드 구글 트렌드



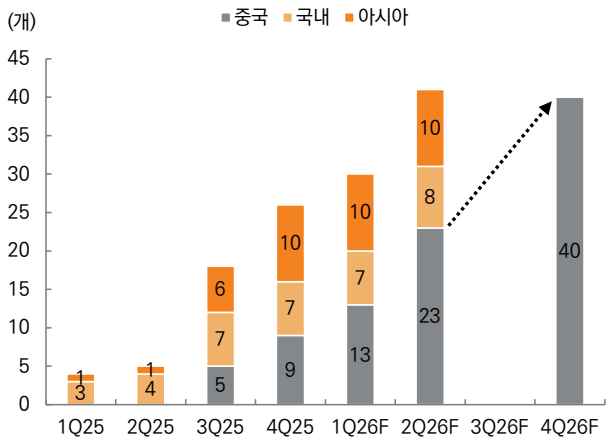
자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 116. 에이유브랜즈 직영매장 고객군별 매출 추이



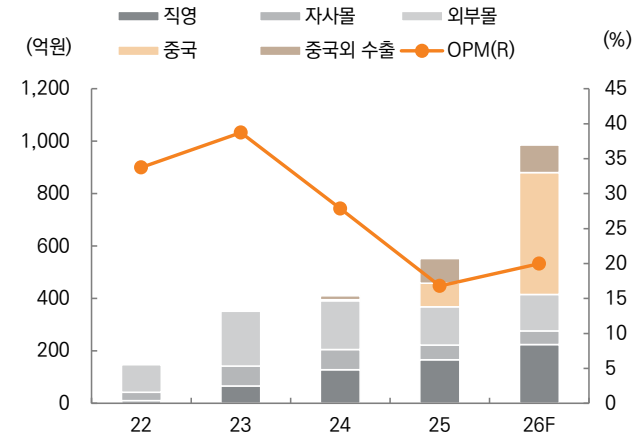
자료: 에이유브랜즈, 미래에셋증권 리서치센터

그림 117. 에이유브랜즈 중국 출점 계획



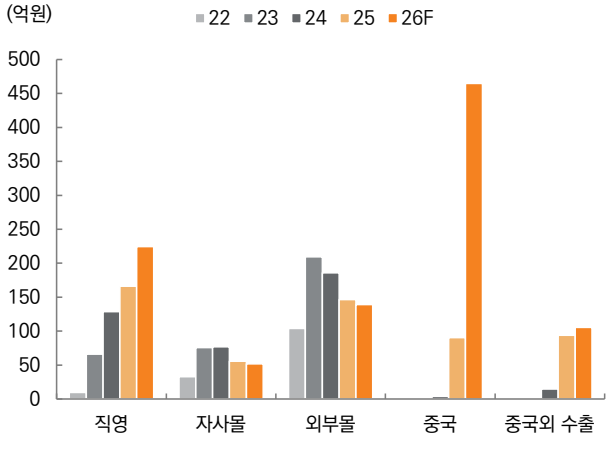
자료: 에이유브랜즈, 미래에셋증권 리서치센터

그림 118. 에이유브랜즈 실적 전망



자료: 에이유브랜즈, 미래에셋증권 리서치센터

그림 119. 에이유브랜즈 채널별 실적 전망



자료: 에이유브랜즈, 미래에셋증권 리서치센터

에이유브랜즈 (481070)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	2022	2023	2024	2025
매출액	**19**	**42**	**45**	**60**
매출원가	**6**	**14**	**14**	**20**
매출총이익	**13**	**28**	**31**	**40**
판매비와관리비	**7**	**12**	**18**	**30**
조정영업이익	**6**	**16**	**12**	**10**
영업이익	**6**	**16**	**12**	**10**
비영업손익	**0**	**0**	**0**	**0**
금융손익	0	0	0	0
관계기업등 투자손익	0	0	0	0
세전계속사업손익	6	16	12	10
계속사업법인세비용	1	3	2	2
계속사업이익	5	13	10	9
중단사업이익	0	0	0	0
당기순이익	**5**	**13**	**10**	**9**
지배주주	5	13	10	8
비지배주주	0	0	0	0
총포괄이익	**5**	**13**	**11**	**9**
지배주주	5	13	11	9
비지배주주	0	0	0	0
EBITDA	7	17	14	14
FCF	0	15	3	5
EBITDA 마진율 (%)	36.8	40.5	31.1	23.3
영업이익률 (%)	31.6	38.1	26.7	16.7
지배주주귀속 순이익률 (%)	26.3	31.0	22.2	13.3

예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	2022	2023	2024	2025
유동자산	**10**	**24**	**22**	**59**
현금 및 현금성자산	0	15	10	31
매출채권 및 기타채권	6	4	6	9
재고자산	2	4	6	13
기타유동자산	2	1	0	6
비유동자산	**1**	**2**	**23**	**42**
관계기업투자등	0	0	0	0
유형자산	1	1	5	7
무형자산	0	0	9	10
자산총계	**11**	**26**	**45**	**101**
유동부채	**3**	**5**	**6**	**14**
매입채무 및 기타채무	1	2	2	7
단기금융부채	0	0	1	4
기타유동부채	2	3	3	3
비유동부채	**0**	**0**	**6**	**16**
장기금융부채	0	0	5	14
기타비유동부채	0	0	1	2
부채총계	**3**	**5**	**12**	**30**
지배주주지분	**8**	**21**	**32**	**69**
자본금	0	0	1	1
자본잉여금	3	3	1	27
이익잉여금	5	18	28	36
비지배주주지분	**0**	**0**	**1**	**3**
자본총계	**8**	**21**	**33**	**72**

예상 현금흐름표 (요약)

(십억원)	2022	2023	2024	2025
영업활동으로 인한 현금흐름	**1**	**16**	**8**	**7**
당기순이익	5	13	10	9
비현금수익비용가감	2	4	4	7
유형자산감가상각비	0	1	1	3
무형자산상각비	0	0	0	0
기타	2	3	3	4
영업활동으로인한자산및부채의변동	-6	0	-3	-7
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	-6	3	-3	-5
재고자산 감소(증가)	-1	-2	-1	-7
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	1	1	0	7
법인세납부	0	-2	-4	-2
투자활동으로 인한 현금흐름	**-1**	**-1**	**-13**	**-12**
유형자산처분(취득)	0	-1	-5	-2
무형자산감소(증가)	0	0	0	-1
장단기금융자산의 감소(증가)	-1	0	-1	-5
기타투자활동	0	0	-7	-4
재무활동으로 인한 현금흐름	**1**	**0**	**0**	**26**
장단기금융부채의 증가(감소)	1	0	6	13
자본의 증가(감소)	3	0	0	26
배당금의 지급	0	0	0	0
기타재무활동	-3	0	-6	-13
현금의 증가	**0**	**15**	**-5**	**22**
기초현금	0	0	15	10
기말현금	0	15	10	31

예상 주당가치 및 valuation (요약)

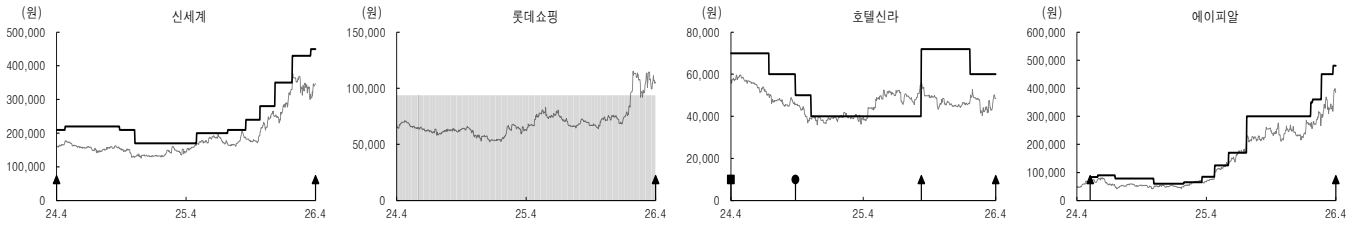
	2022	2023	2024	2025
P/E (x)	0.0	0.0	0.0	36.3
P/CF (x)	0.0	0.0	0.0	19.5
P/B (x)	0.0	0.0	0.0	4.6
EV/EBITDA (x)	0.0	-0.9	-0.2	21.8
EPS (원)	460	1,034	807	615
CFPS (원)	668	1,387	1,160	1,146
BPS (원)	595	1,632	2,565	4,838
DPS (원)	0	0	0	0
배당성향 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0
배당수익률 (%)	-	-	-	0.0
매출액증가율 (%)	-	121.3	6.5	34.5
EBITDA증가율 (%)	-	153.0	-18.4	1.5
조정영업이익증가율 (%)	-	153.9	-23.4	-18.9
EPS증가율 (%)	-	124.9	-22.0	-23.8
매출채권 회전율 (회)	6.0	8.4	9.6	8.5
재고자산 회전율 (회)	16.4	12.5	8.5	6.2
매입채무 회전율 (회)	36.2	25.9	16.8	7.5
ROA (%)	87.7	71.5	28.6	12.0
ROE (%)	128.0	92.9	38.5	16.8
ROIC (%)	141.2	203.9	59.3	21.4
부채비율 (%)	45.1	24.4	37.3	41.3
유동비율 (%)	307.5	484.6	377.3	430.1
순차입금/자기자본 (%)	-2.0	-71.2	-10.9	-21.7
조정영업이익/금융비용 (x)	69.8	360.5	74.5	19.6

자료: 에이유브랜즈, 미래에셋증권 리서치센터

투자의견 및 목표주가 변동추이

제시일자	투자의견	목표주가(원)	괴리율(%)	
			평균주가대비	최고(최저)주가대비
신세계 (004170)				
2026.04.02	매수	450,000	-	-
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
2024.05.09	매수	220,000	-28.54	-19.64
2024.01.17	매수	210,000	-19.08	-9.76
롯데쇼핑 (023530)				
2026.04.15	매수	140,000	-	-
호텔신라 (008770)				
2026.02.04	매수	60,000	-	-
2025.09.22	매수	72,000	-34.50	-22.64
2024.11.22	중립	40,000	9.95	36.75
2024.10.10	중립	50,000	-16.01	-8.30
2024.07.29	Trading Buy	60,000	-21.54	-16.00
2024.01.29	Trading Buy	70,000	-18.25	-10.14
에이피알 (278470)				
2026.04.08	매수	480,000	-	-
2026.03.06	매수	450,000	-26.26	-18.00
2026.02.09	매수	360,000	-19.74	-11.94
2026.02.04	매수	350,000	-23.64	-20.57
2025.08.07	매수	300,000	-20.65	-4.67
2025.06.17	매수	170,000	-3.90	22.65
2025.05.09	매수	125,000	-5.18	8.80
2025.04.03	매수	85,000	-15.90	15.76
2025.02.11	매수	65,000	-3.61	9.69
2024.11.18	매수	60,000	-15.35	-7.67
2024.08.01	매수	78,000	-33.75	-24.36
2024.06.13	매수	90,000	-26.73	-10.56
2024.05.22	매수	84,000	-16.54	-12.02

* 괴리율 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 악화

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
80.84%	0%	18.56%	0.6%

* 2026년 03월 31일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

Compliance Notice

- 당사는 자료 작성일 현재 호텔신라, 에이유브랜즈 발행주식총수의 1% 이상을 보유하고 있습니다.
- 당사는 자료 작성일 현재 롯데쇼핑, 에이피알, 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.