

# Weekly Retail-Cos. Letter

2016년과 2026년 달라진 면세점과 백화점의 위상 | 2026.6.11



Analyst 박종대 forsword@hanafn.com

- ✓ 호텔신라 2분기 실적 개선, 순항 중
- ✓ 면세점과 백화점, 외국인 인바운드 모멘텀에 엇갈리는 밸류에이션

## I. 주가 분석과 투자전략

### 1. 호텔신라 2분기 실적 개선, 순항 중

- 호텔신라 실적은 분명한 실적 턴어라운드 국면에 접어들었다. 구조적으로 영업손실 요인이 줄어들고 있고, 외국인 인바운드 증가로 면세점과 호텔사업 모두 견조한 매출 성장과 영업레버리지 효과를 기대할 수 있게 되었다. 우호적인 영업환경과 사업구조 개선의 성과 측면에서 2026년은 호텔신라 실적 턴어라운드의 원년이라고 할 수 있겠다. 호텔신라의 2분기 연결 영업이익은 500억원(2Q25 OP 90억원) 내외 시장 기대치 수준은 무난히 가능할 전망이다.

#### 1) 수익성 측면: 사업구조 개선 효과 클 듯

- 수익성 개선 요인을 구체적으로 살펴보면, 첫째, 공항면세점 영업손실이 크게 줄어들고 있다. 인천공항 면세점과 해외공항 면세점이 연간 거의 1,000억원 수준 영업손실을 내왔다. 두 부문 영업손실 규모는 대략 절반 정도씩이다.
- 인천공항은 2026년 4월을 끝으로 인천공항 DF1 영업을 종료한다. 인천공항점 영업손실 대부분 DF1에서 발생했기 때문에 2분기 이후 공항점 수익성은 상당히 좋아질 수 있다. 해외공항점은 올해도 400~500억원 정도 영업손실을 이어갈 전망이나, 작년처럼 임차료 감면이 있을 듯하고, 객단가가 오르고 있어서 YoY 손실폭은 다소 줄어들 것으로 보인다. 2026년 전체 공항점 1000억원 손실이 500억원 이하 수준으로 떨어질 수 있는 환경이다.
- 둘째, 시내면세점 역시 저마진 도매(다이오) 매출 비중 축소, ii) 도매 할인률 하락, iii) 고마진 소매(일반고객) 매출 비중이 상승하면서 수익성 개선을 도모할 수 있게 되었다. 도매 할인률은 과거 55%에 이르기도 했었는데, 최근 35%까지 하락하는 분위기다. 이에 따라 2026년 1분기 시내점 영업이익률은 하이싱글 수준까지 제고되었다. 다이오 수요는 여전한 상황이다. 전세계에서 호텔신라처럼 글로벌 럭셔리 브랜드를 싸게 대량으로 살 수 있는 채널은 없기 때문이다. 다만, 호텔신라는 할인률을 점차 축소하면서 매출 성장보다는 수익성 개선에 초점을 맞춘다는 전략이다.
- 셋째, 호텔 부문은 투숙률(OCC: Occupancy Rate)과 객실료(ADR: Average Daily Rate) 동반 상승으로 외형성과 수익성 개선을 모두 달성하고 있다. 연간으로 보면 매출규모는 면세점보다 작지만, 영업이익 규모는 호텔부문이 훨씬 크다. 특히, 인건비 등 고정비 부담이 제한적인 비즈니스호텔(신라스테이) 매출이 전체 호텔 매출의 절반 수준까지 상승하면서 수익성 개선을 견인하고 있다. 신라스테이는 현재 전국에 16개가 있는데, 외국인 인바운드 증가에 수혜가 큰 상태다. 서울 6개를 비롯 전국 전점포가 80%대 투숙률을 계속 유지하고 있으며, 성수기에는 85%까지 올라가고 있다. 실질적으로 만실이라는 말이다. 유류할증료 상승으로 해외 여행 수요가 제주로 이동하고 있는 점은 제주호텔에 우호적인 영업환경이다.

- 참고로 영업이익률 측면에서 서울호텔보다 스테이가 더 높는데, i) 서울호텔과 달리 스테이는 영업레버리지가 높은 객실 매출이 대부분이며, ii) 서울호텔은 고객 만족도 측면에서 75% 이상 투숙률을 가져가기 어렵기 때문이다.

## 2) 중장기 매출 증가율 YoY 10% 이상 기대 쉽지 않을 듯

- 다만, 매출 증가율 측면에서는 중단기적으로 모두 한계가 있을 것으로 보인다.  
면세점을 먼저 살펴보자. 단기적으로는 인천 DF1 사업 중단 때문에 당장 2분기부터 QoQ 매출이 감소할 수 있다. 인천공항점 매출의 65%가 DF1(화장품/주류)이었다는 점을 감안하면 2026년 매출 증가는 쉽지 않다. 물론, 큰 적자 사업을 들어냈다는 측면에서 부정적으로 볼 일은 아니다.
- DF1 영향이 제거된 상황에서도 의미 있는 외형 성장을 기대하기에는 한계가 있다. 인천공항의 경우 내국인 아웃바운드와 연계가 높는데, 2025년 아웃바운드 인구수가 3천만명(2,958만명, YoY 3%)에 근접한 상황이다. 인구 대비 57%에 이른다. 주요 OECD 국가 아웃바운드 평균 비율 75% 내외보다는 낮은 수치이지만, 국경이 맞닿아 있는 유럽(100~200%)을 제외하면 상당히 높은 수준이다. 일본과 미국은 각각 20%, 30% 수준에 그친다. 따라서, 아웃바운드 증가율이 2025년(YoY 3%) 수준에서 크게 제고될 것이라고 기대하기는 쉽지 않다. 객단가 측면에서도 뚜렷한 상승 이유를 딱히 찾기 어렵다.
- 시내점은 외국인 관광객 대상인데, 도매(중국 다이코)와 소매가 절반씩이다. 시내면세점 매출은 1분기 YoY 12% 성장했다. 외국인 인바운드 증가율(YoY 23%)에 비하면 상당히 낮은 수치다. 도매 매출 비중이 워낙 컸기 때문에 소매 매출 증가가 희석됐을 수 있다. 소매 매출 비중이 상승하면서 사업구조가 좋아지고 있는 것은 사실이지만, 도매 매출의 높은 베이스 때문에 매출 측면에서는 외국인 인바운드 증가의 수혜가 온전히 전달되고 있지는 않은 것 또한 부인할 수 없는 현실이다.
- 호텔 사업은 투숙률이 거의 상단에 온 상황이다. 신라스테이(모노그램 포함)를 국내외 연 1개씩 추가할 예정이나 위탁운영 방식 특성상 매출 기여도를 높이기에는 한계가 있다. 객실료를 10% 내외 올리면서 매출 증가율을 가져가야 하는 상황이다. 호텔 투자는 의사결정에서 사업화까지 상당한 시간이 소요된다. 한한령과 코로나19 등 불확실성이 팽배한 사업환경 하에서도 경영진은 신라스테이에 대해 우직한 투자를 지속해왔으며, 이는 결과적으로 호텔신라의 호텔사업을 한단계 레벨업시키는 계기가 되었다. 상당히 미래를 내다본 합리적 투자였다고 평가할 수 있다. 다만, 더이상 투숙률을 올리기 무리이고, 객실료 상승에 한해서 매출 증가를 끌어가야 한다는 게 아쉬울 뿐이다.

## 2. 면세점과 백화점, 외국인 인바운드 모멘텀에 엇갈리는 밸류에이션

- 문제는 밸류에이션이다. 2016년과 2026년 외국인 인바운드 모멘텀이 면세점과 백화점에 미치는 영향이 판이하게 다른 상황이다. 2016년의 외국인 인바운드는 여행사들이 주관하는 '서울', '패키지' 중심이었고, '면세점'은 여행사들의 필수 코스였으며, 중국 관광객들에게 한창 '한국 화장품'이 침투할 때였다. 면세점에서 '화장품' 매출 80%에 이르렀다. 화장품은 설화수와 후 같은 럭셔리 브랜드가 주를 이루었다.
- 그래서, 유통 채널로는 서울에서 가장 큰 면세점을 열고 있는 호텔신라, 호텔롯데 면세점으로 외국인 인바운드 모멘텀이 집중되었고, 브랜드 업체로는 아모레퍼시픽과 LG생활건강 같은 럭셔리 화장품 브랜드 대기업 수혜가 컸다. 이때는 외국인 인바운드와 백화점 매출은 큰 상관 없이 있었다. 중국인 인바운드가 800만명을 넘었을 때도 백화점 매출에서 외국인이 차지하는 비율은 1% 내외였다. 명동 롯데백화점의 외국인 매출 비중은 10%를 넘기도 했지만, 일부로 한정되었고, 전체 롯데쇼핑 백화점 매출에 비하면 미미한 수준이었다.
- 하지만, 2026년 외국인 인바운드 모멘텀은 '개별여행' 중심이고, 서울 집중도가 여전히 높지만, 부산/경기/경주/강원까지 '전국'으로 분산되고 있다. 명동/성수 등 가두점과 함께 도심 접근성 좋은 '백화점' 쇼핑이 핵심 채널로 부상하고 있고, 이들은 주로 '명품(매출 비중 50%)'을 소비하며, 이외 국내외 패션/악세서리 제품을 주로 구매하고 있다. 그래서, 백화점의 외국인 매출 비중이 최근 전체 매출의 7%까지 상승하고 있으며, 백화점 외국인 매출은 YoY 100% 증가하고 있는 상황이다. 전체 백화점 성장률의 3%p 내외 제고시키고 있다.
- 이러한 외국인 인바운드 소비패턴의 변화는 2016년 대비 면세점의 밸류에이션을 떨어뜨리고, 백화점의 밸류에이션을 상승시키는 중요한 기재로 작용할 수 있다. 2016년 당시 호텔신라의 밸류에이션은 12MF PER 20배를 훌쩍 넘기며 30배를 내다보기도 했다. 중국인의 아웃바운드는 이제 시작이었고, 한국은 가장 근거리에 있기 때문에 더욱 기대감 컸다. 이런 긍정적 요소들이 고스란히 밸류에이션 프리미엄으로 작용했다.
- 반면, 백화점의 밸류에이션은 하락하고 있었다. 12MF PER 10배도 흔들리기 시작했다. 스마트폰 보급률 상승으로 소비채널이 오프라인에서 온라인으로 급격하게 넘어가기 시작한 상황, 기존점 성장률 5%도 벅차게 느껴지던 시절이었다. 저마진 명품 이외 백화점 매출 개선을 기대할 수 있는게 별로 없었다.
- 2026년 현재 호텔신라에 얼마정도 밸류에이션을 적용할 수 있을까? 수익성이 빠르게 좋아지는 것은 맞지만, 외국인 인바운드 모멘텀은 분산되고, 매출 증가율을 10% 넘기기도 만만치 않은 상황이다. 시장에서 적정 밸류에이션을 찾아가겠지만, 분명한 것은 2016년보다 밸류에이션 레벨은 낮아질 수밖에 없다는 점이다.
- 백화점은 새로운 성장 동력을 갖게 되었다. 한국의 외국인 인바운드는 아직 상단이 얼마일지 가늠하기 힘들다. 환율 효과와 함께 최근 확대되고 있는 한류를 감안하면 3천만명까지는 무리 없을 것이라는 의견이 적지 않다. 최근 한국의 우수한 의료 서비스에 따른 미용/의료관광이 새로운 큰 축으로 부상하고 있다는 점을 감안하면 더욱 그렇다. 일본의 경우 2025년 외국인 인바운드가 4천만명을 넘어선 바 있다.
- 일본 백화점의 실적 개선과 밸류에이션은 좋은 벤치마크 대상이다. 일본 백화점의 실적은 외국인 인바운드와 유사한 흐름을 보여왔다. 일본 백화점의 외국인 매출 비중은 15%까지 올라갔으며, 멀티플은 12MF PER 18배까지 상승하기도 했다. 더구나 한국 백화점은 일본과 달리 명품을 흡수했다. 일본의 명품 소비는 명품 쇼핑 스트리트에서 주로 이뤄지지만, 한국은 주로 백화점에서 이뤄진다. 전술한 바와 같이 외국인 매출 50%가 명품이라는 점을 감안하면 일본보다 중장기 백화점의 외국인 매출 비중이 더 높아질 수 있다. 일본 백화점보다 밸류에이션 프리미엄을 받았으면 받았지 할인 받을 이유는 없는 것이다.

- 현재 신세계/현대백화점/롯데쇼핑은 실적과 함께 밸류에이션도 Re-rating 되고 있다. 백화점의 내국인 소비 역시 YoY 10% 이상 증가하고 있다. 부동산/주식 자산가치 효과(Wealth effect)로 본다. EPS 상승 역할은 내국인 소비가 기여도가 더 크다. 하지만, 이는 경기적인 측면이 있기 때문에 밸류에이션을 올리지는 못한다. 밸류에이션의 De-rating과 Re-rating은 사업의 구조적인 변화에서 나온다. 지난 15년이 온라인화에 따라 유통 패권이 백화점/대형마트의 오프라인에서 쿠팡/네이버의 온라인으로 넘어가는 De-rating의 시기였다. 하지만, 2025년부터는 외국인 인바운드 이코노미로 백화점 업체들의 Re-rating을 기대할 수 있는 시간을 지나고 있다. 2010년대와 확연히 다른 외국인 인바운드의 성격/규모/소비패턴이 국내 소비 경제에 미치는 영향에 대해서는 앞으로 좀더 구체적으로 분석해봐야 할 것이다. 상장 돼 있는 업체 가운데 가장 분명한 수혜 업종 가운데 하나는 백화점이다. 현재 백화점 3사의 평균 12MF PER은 10배 내외, PBR은 0.5배 내외 있다. 주가 상승 여력은 충분하다.
-

**Compliance Notice**

- 당사는 2026년 6월 11일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다
- 본 자료를 작성한 애널리스트(박종대)는 자료의 작성과 관련하여 외부의 압력이나 부당한 간섭을 받지 않았으며, 본인의 의견을 정확하게 반영하여 신의성실 하게 작성하였습니다.
- 본 자료는 기관투자자 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다
- 본 자료를 작성한 애널리스트(박종대)는 2026년 6월 11일 현재 해당회사의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다

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

**투자등급 관련사항 및 투자의견 비율공시**

- **투자의견의 유효기간은 추천일 이후 12개월을 기준으로 적용**
- **기업의 분류**  
BUY(매수)\_목표주가가 현재가 대비 15% 이상 상승 여력  
Neutral(중립)\_목표주가가 현재가 대비 -15%~15% 등락  
Reduce(비중축소)\_목표주가가 현재가 대비 15% 이상 하락 가능

- **산업의 분류**  
Overweight(비중확대)\_업종지수가 현재지수 대비 15% 이상 상승 여력  
Neutral(중립)\_업종지수가 현재지수 대비 -15%~15% 등락  
Underweight(비중축소)\_업종지수가 현재지수 대비 -15%~15% 등락

투자등급	BUY(매수)	Neutral(중립)	Reduce(매도)	합계
금융투자상품의 비율	97.27%	2.73%	0.00%	100%

\* 기준일: 2026년 06월 08일