



## 유통

**비중확대 (유지)**

**거지방과 해외여행, 밸런스 게임**



## I. Investment Summary

### 현실화된 경기 침체, 내수 소비 여력 하락에 초라해진 유통업

인플레이션과 소비 둔화에  
따른 유통 업종의 실적 악화

올해 상반기 유통 업종은 연초 대비 0.9% 상승하며, 코스피 지수를 10.3%p 언더퍼폼했다. 내수 의존도가 높은 유통 업종은 매크로 변수에 따른 소비 심리의 영향을 크게 받는다. 지난해 하반기부터 이어진 전례없는 인플레이션으로 경기 침체, 소비 둔화에 대한 우려가 현실화되며 유통 업종의 실적 악화로 이어졌다.

### 관건은 가성비와 비용 절감, 그리고 인바운드 관광객

소비 침체 불가피,  
가성비 채널 혹은  
인바운드 관광객의 수혜가  
기대되는 채널에 주목

2023년 하반기에도 상반기와 마찬가지로 전반적인 소비가 침체될 가능성이 높다. 가성비를 앞세워 소비자들의 선택을 받을 수 있거나, 인바운드 관광객의 보복 소비 수혜가 기대되는 채널을 눈여겨봐야 한다.

먼저 대표적인 가성비 채널로 불황형 소비 채널인 편의점을 꼽을 수 있다. 공급 측면에서는 전환 수요에 따른 출점 여력, 수요 측면에서는 식품 구매 빈도 상승이 원인이다. 또한 유통 채널 중 객단가가 가장 낮고(약 7,000원), 지근거리 쇼핑 채널, 24시간 영업이라는 특징 때문에 가격 민감도가 낮다.

한편, 긴축의 시대에 접어들며 기업들의 경영 전략이 바뀌고 있다. 대다수의 유통 기업들, 특히 지난 수년간 이커머스에 투자하며 큰 폭의 투자를 단행했던 기업들은 수익성 위주의 경영 전략으로의 변화를 피하여, 전반적으로 경쟁이 완화될 것이다.

본격적인 리오프닝에 따라 하늘길이 열리며 출입국 관광객이 점차 늘어나는 추세이다. 내수 소비는 침체되었으나, 이를 인바운드 관광객의 힘을 통해 극복할 수 있다. 출입국자 증가는 고스란히 면세점 실적 개선으로 이어질 것이다.

### 투자전략 - 편의점, 면세점

가성비 채널인 편의점,  
인바운드 회복에 따른  
면세점 수혜 기대

당사는 2H23에도 전반적인 소비 침체가 이어지며, 유통 업종 내 기업별로 차별화가 나타날 것으로 판단한다. 이러한 상황에서 가성비 채널이 부상할 것이다. 또한 긴축의 시대에 비용 절감 효과가 가시화되는 기업들도 긍정적이다. 한편, 부진한 내수 소비와는 별개로 4년만에 본격적인 해외 여행이 시작되며 출입국자 수가 급격하게 회복될 것이다.

내수 소비 침체 시 불황에 강한 채널인 편의점이 유망하다. 또한, 출입국자 수 증가에 따른 면세점 실적 개선도 기대된다. 이에 GS리테일과 호텔신라를 Top Picks로 제시한다. GS리테일은 본업인 편의점에서 경쟁사와의 기존점 성장률 간극이 줄어들고, 비용 절감 효과가 본격화될 것이다. 호텔신라는 중국 인바운드 회복에 따라 급격한 실적 회복이 기대된다. 2017년 사드, 2020년 코로나19 이후 7년만에 맞이하는 공급자 중심의 시장 재편 과정에서 수익성 개선에 주목할 필요가 있다.

## II. 1H23 요약 - 현실화된 경기침체

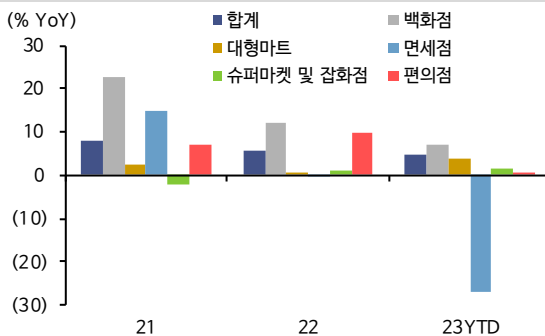
### 현실화된 경기침체, 내수 소비 여력 하락에 초라해진 유통업

#### 인플레이션과 소비 둔화에 따른 유통 업종의 실적 악화

올해 상반기 유통 업종은 연초 대비 0.9% 상승하며, 코스피 지수를 10.3%p 언더퍼폼했다. 내수 의존도가 높은 유통 업종은 매크로 변수에 따른 소비 심리의 영향을 크게 받는다. 지난해 하반기부터 이어진 전례없는 인플레이션으로 경기 침체, 소비 둔화에 대한 우려가 현실화되었고, 이는 유통 업종의 실적 악화로 이어졌다.

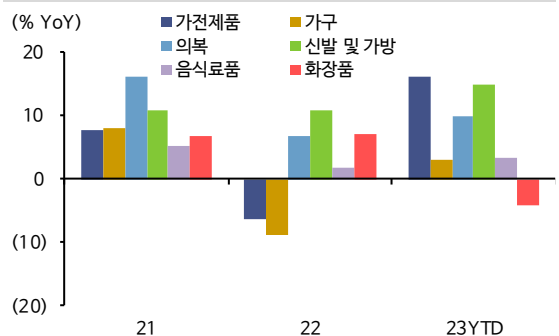
탄탄했던 소비 지표가 꺾였다. 지난해 전반적인 보복 소비를 이끈 채널은 백화점과 편의점이었다. 하지만 올해 3월 누계 기준 전년 대비 채널별 성장률은 백화점 7.2%, 편의점 0.6%를 기록하며 부진했다. 백화점 내 명품 수요는 둔화되었고, 고수익성 카테고리인 패션/잡화의 매출 회복도 높지는 않았다.

#### 채널별 소매판매 증감률



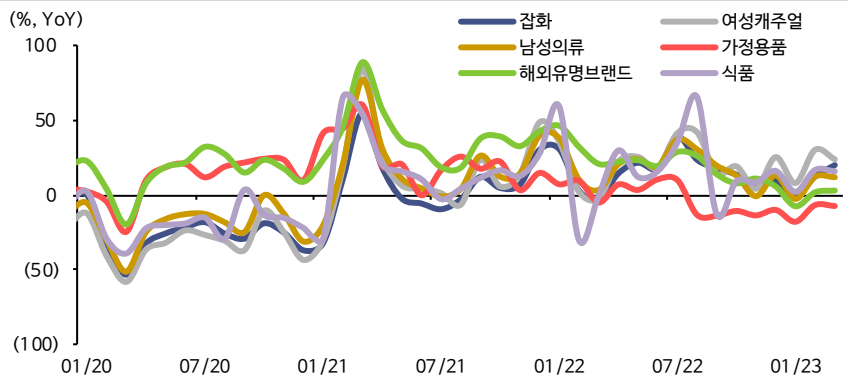
자료: 통계청, 신한투자증권  
주: 23년은 3월 누계

#### 품목별 소매판매 증감률



자료: 통계청, 신한투자증권  
주: 23년은 3월 누계

#### 백화점 카테고리별 성장률

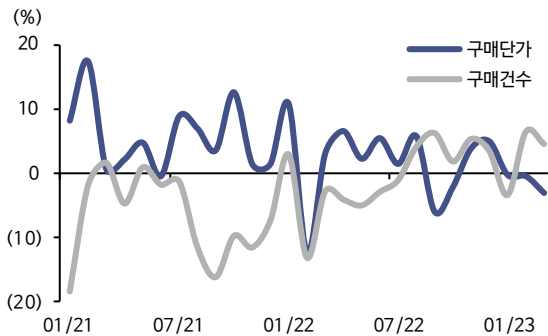


자료: 산업통상자원부, 신한투자증권

물가 상승에 따라  
생활에 필수적인 제품만  
자주 구매하는 현상

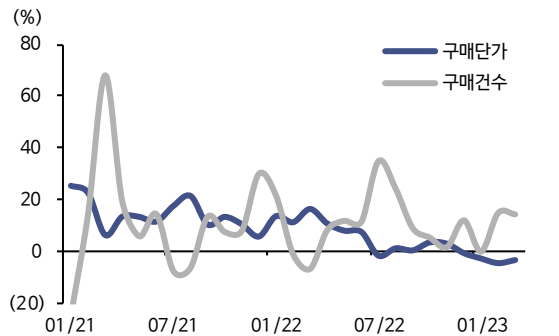
주목할 점은 구매단가의 하락이다. 올해 3월 각 채널별 구매단가 상승률은 대형마트 -3.2%, 백화점 -3.9%, 편의점 -4.2%, 슈퍼마켓 -0.1%였다. 지난해부터 시작된 물가 상승 여파로 구매단가는 상승하는 것이 일반적이다. 다만, 올해 들어서는 물가 상승에 따른 피로감으로 소비 자체를 줄이는 현상이 나타나고 있다. 정말 생활에 필수적인 아이템만 자주 구매를 하는 대신 전체적인 바스켓 사이즈가 줄어든 것이다. 이는 경기 침체기에 나타나는 전형적인 소비 현상이다.

대형마트 구매단가 및 구매건수 증감률 추이



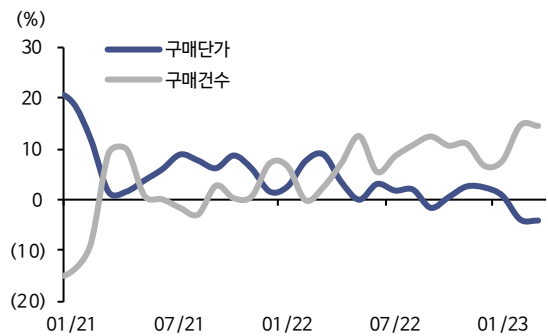
자료: 산업통상자원부, 신한투자증권

백화점 구매단가 및 구매건수 증감률 추이



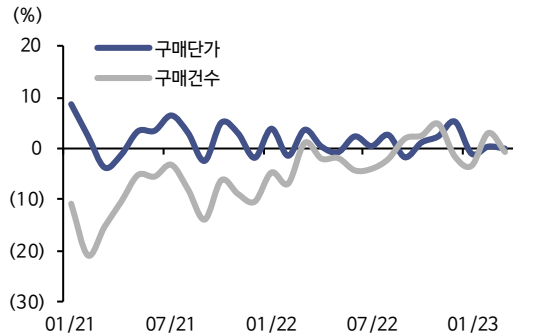
자료: 산업통상자원부, 신한투자증권

편의점 구매단가 및 구매건수 증감률 추이



자료: 산업통상자원부, 신한투자증권

슈퍼마켓 구매단가 및 구매건수 증감률 추이



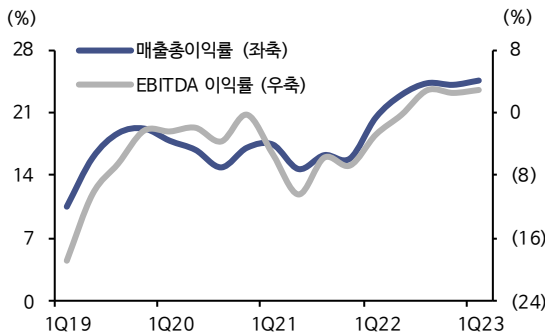
자료: 산업통상자원부, 신한투자증권

### 경기 침체에 따라 기업들의 경영 전략 또한 수익성 중심으로 전환

한편, 경기 침체는 기업들의 경영 전략도 바꾸었다. 지난 수년간 이커머스에 투자하며 큰 폭의 투자를 단행했던 유통 기업들은 불필요한 비용을 절감하고 무분별한 프로모션을 줄였다. 기존의 성장 우선 전략에서 수익성 위주 전략으로 선회한 것인데, 이커머스 시장의 성장세가 둔화되면서 비용을 효율적으로 집행하여 적자를 줄이기 위한 노력을 기울였다.

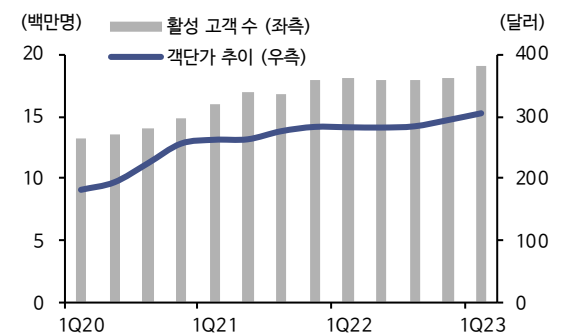
이커머스 업계 1위 쿠팡은 3개 분기 연속으로 영업이익 흑자를 달성했고, 경쟁 완화를 천명했다. 또한, SSG.COM, 롯데ON, GS리테일 등 후발주자들 역시 투자에 대한 속도 조절과 충성고객 확보를 통해 수익성을 제고에 역량을 집중했다.

#### 쿠팡 매출총이익률 및 EBITDA 이익률 추이



자료: 회사 자료, 신한투자증권

#### 쿠팡 활성 고객 수 및 객단가 추이



자료: 회사 자료, 신한투자증권

### III. 2H23 전망 - 현실화된 소비 침체

#### 1) 핵심 변수 - ① 가성비, ② 비용 절감, ③ 인바운드 관광객

##### 객수 회복을 위해 중요한 것은 가성비

하반기도 소비 침체 불가피  
가성비 채널인 편의점에  
주목

내수 의존도가 높은 유통 업종은 매크로 변수에 따른 소비 심리의 영향을 크게 받는다. 지난해 하반기부터 이어진 전례없는 인플레이션으로 경기 침체, 소비 둔화에 대한 우려가 현실화되었고, 이는 유통 업종의 실적 악화로 이어졌다.

2023년 하반기에도 소비 시장은 침체될 것으로 추정한다. 최근 인플레이션 고점 전망이 제기되지만, 물가 압력 둔화가 소비 경기의 회복으로 이어지기까지의 시차(과거 약 6개월)를 고려한다면 하반기에도 소비 침체는 불가피하다.

이러한 상황에서 중고거래나 생활용품전문점, 그리고 편의점과 같은 가성비 채널이 부상할 것이다. 특히 불황형 소비 채널인 편의점의 성장성에 주목해야 한다.

##### 긴축의 시대, 기업들의 경영 전략 변화에 초점

수익성 중심의 경영 전략  
지속 예상

한편, 경기 침체는 기업들의 경영 전략도 바꾸었다. 대다수의 유통 기업들이 수익성 위주의 경영 전략으로 변화를 꾀하여, 전반적인 업계 경쟁이 완화될 것이다. 특히 이는 지난 수년간 이커머스에 투자하며 큰 폭의 투자를 단행했던 기업들에게서 두드러지게 나타난다. 이커머스 시장의 성장세가 둔화되면서 불필요한 비용을 절감하고 무분별한 프로모션을 줄이는 노력이 하반기에도 지속될 것이다.

##### 보복 여행이 시작된다

출입국자 증가가 지속될  
것으로 예상됨에 따라  
면세점 실적 개선 기대

내수 소비는 부진하지만, 4년만에 맞이하는 해외여행으로 출입국자는 급격하게 회복되고 있다. 하반기에는 국제선 항공노선의 회복에 따라 출입국자 수가 더욱 증가할 것으로 판단한다. 출입국자 증가는 고스란히 면세점 실적 개선으로 이어질 수 있다.

하반기에는 면세점 업체들이 2가지의 협상력 강화 모멘텀이 추가될 수 있다. 1) 타이공과의 기싸움에서 승리하며 알선수수료가 정상화되고, 2) 7월부터 시작될 인천공항 면세점 입점 이후 브랜드 업체들과의 협상력에서도 우위를 점할 수 있다. 특히 인천공항 면세점 입찰 조건은 과거 대비 면세 사업자에게 유리(임차료 부담 완화, 계약 기간 장기화, 사업권역 통합 조정)해졌다.

## 2) 2H23 전망 - 가성비와 인바운드 관광객이 생존 키워드

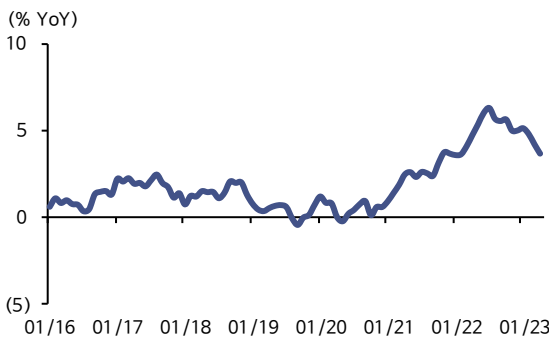
### 현실화된 소비 침체, 가성비를 앞세운 편의점만이 독야청청

#### 하반기도 소비 침체 불가피

내수 의존도가 높은 유통 업종은 매크로 변수에 따른 소비 심리의 영향을 크게 받는다. 지난해 하반기부터 이어진 전례없는 인플레이션으로 경기 침체, 소비 둔화에 대한 우려가 현실화되었고, 이는 유통 업종의 실적 악화로 이어졌다.

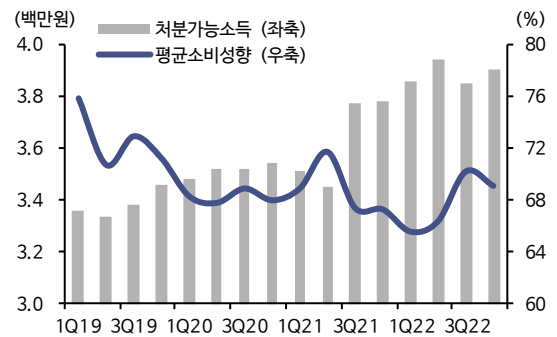
2023년 하반기에도 소비 시장은 침체될 것으로 추정한다. 최근 인플레이션 고점 전망이 제기되지만, 물가 압력 둔화가 소비 경기의 회복으로 이어지기까지의 시차(과거 약 6개월)를 고려한다면 하반기에도 소비 침체는 불가피하다.

#### 소비자물가지수 증감률 추이



자료: 통계청, 신한투자증권

#### 가구당 처분가능소득 및 평균소비성향 추이



자료: 통계청, 신한투자증권

#### 소비자심리지수 추이



자료: 통계청, 신한투자증권



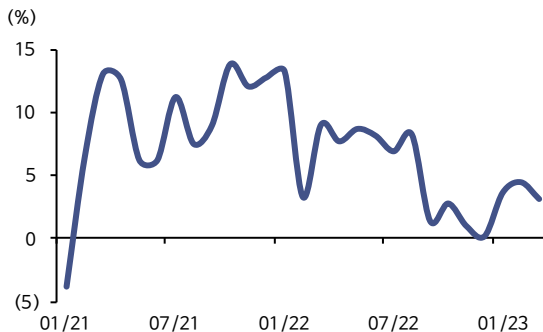
### 불황에 강한 채널인 편의점의 성장성에 주목

전반적인 소비가 위축되는 가운데, 중고거래나 생활용품전문점, 그리고 편의점과 같은 가성비 채널이 부상할 것이다. 특히 편의점의 성장성에 주목한다. 편의점은 불황에 강한 채널이다. 공급 측면에서는 소비 경기 불안에 따라 기존 맘앤팝 점주들이 안정적으로 창출할 수 있는 편의점으로 전환하는 수요가 높다. 수요 측면에서도 편의점은 타격이 적다. 외식 물가 상승의 대체재 성격으로 소비자의 식품 구매 빈도가 늘어나고 있다. 또한 유통 채널 중 객단가가 가장 낮고(약 7,000원), 지근거리 쇼핑 채널, 24시간 영업이라는 특징 때문에 가격 민감도가 낮다.

### 편의점 기업들은 소비 둔화 우려를 객수 회복으로 극복할 전망

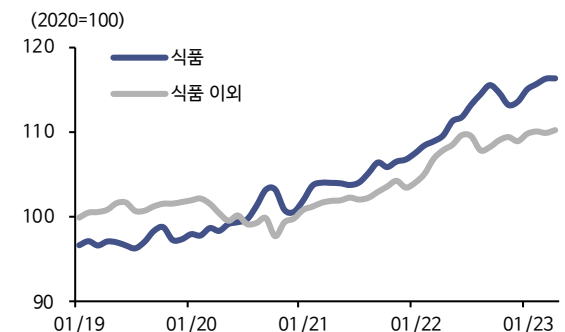
이를 캐치한 편의점 기업들은 소비 둔화 우려를 객수 회복으로 극복하고자 한다. BGF리테일은 '득템 시리즈' 등 가성비를 강조한 상품을 집중적으로 운영하고, 고품질 HMR 등 히트상품을 지속적으로 출시하고 있다. 식품은 연관 상품 구매 비중이 높은 아이টে므로, 이러한 식품 위주의 MD 강화는 객수를 회복시키고, 결국 객단가를 끌어올리는 선순환 구조를 창출한다. 최근에는 고객들에게 실질적인 혜택을 제공하기 위해 하절기 수요가 높은 상품군을 중심으로 초저가 인기상품을 선보이기 시작했다. GS리테일은 O4O(Online For Offline) 서비스에 공을 들여 고객들의 점포 방문을 꾀하고 있다. 와인 25플러스, 반값택배 서비스가 예시이다. 또한 오프라인을 대표하는 기존 어플리케이션들을 하나로 통합한 '우리 동네 GS25'를 선보였다. 이처럼 물가 상승에 대한 부담을 최소화하는 노력을 바탕으로 오프라인 점포로 고객을 유인하고자 한다.

#### 한국 소매판매액 증감율 추이



자료: 통계청, 신한투자증권  
주: 승용차 제외

#### 생활 물가지수 추이(식품 vs. 식품 이외)



자료: 통계청, 신한투자증권



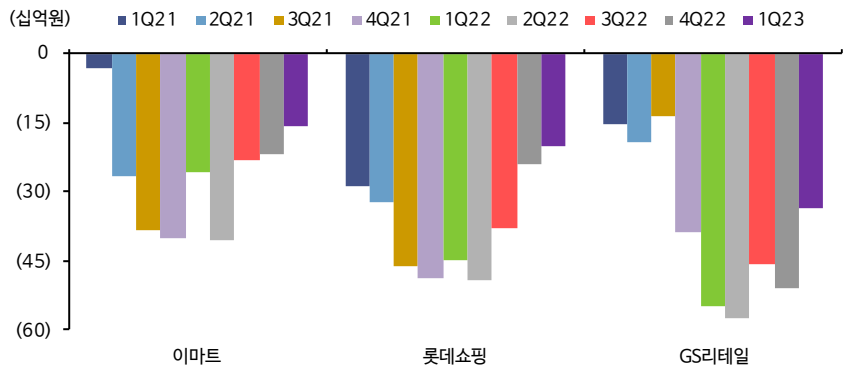
이커머스 성장세 둔화에  
따라 기업들은 수익성 위주  
경영 전략 추구

### 긴축의 시대, 기업들의 경영 전략 변화에 초점

한편, 경기 침체는 기업들의 경영 전략도 바꾸었다. 대다수의 유통 기업들이 성장 우선에서 수익성 위주의 경영 전략으로의 변화를 꾀하여, 전반적인 업계 경쟁이 완화될 것이다.

특히 이는 지난 수년간 이커머스에 투자하며 큰 폭의 투자를 단행했던 유통 기업들에게서 두드러지게 나타난다. 이커머스 시장의 성장세가 둔화되면서 불필요한 비용을 절감하고 무분별한 프로모션을 줄이는 노력이 지속될 것이다. 이커머스 업계 1위 쿠팡이 영업이익 흑자달성 이후 경쟁 완화를 이어나가고 있다, 이에 발맞추어 SSG.COM, 롯데ON, GS리테일 등 후발주자들 역시 투자에 대한 속도 조절과 충성고객 확보를 통해 수익성을 제고에 역량을 집중할 계획이다.

#### 주요 유통기업 온라인 사업 영업적자 추이



자료: 각 사 자료, 신한투자증권

### 출입국자 증가에 따라 면세점 실적 개선 이어질 전망

#### 보복 여행이 시작된다

내수 소비는 부진하지만, 4년만에 맞이하는 해외여행으로 출입국자는 급격하게 회복되고 있다. 하반기에는 국제선 항공노선의 회복에 따라 출입국자 수가 더욱 증가할 것으로 판단한다. 출입국자 증가는 고스란히 면세점 실적 개선으로 이어질 수 있다.

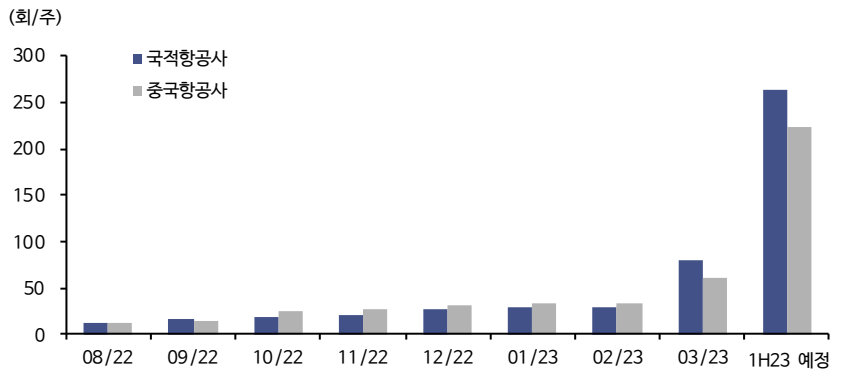
3/29 정부가 발표한 내수 활성화 대책에서 한 축을 차지하는 것이 외국인 방한 관광 활성화이다. 방한 여건을 개선하고 K-컨텐츠 확충을 통해 관광객 수요를 끌어들이며 내수 진작 효과를 창출하고자 한다. 2019년 주당 평균 1,100회였던 한중 국제선 항공편은 코로나19 시기 급감했다가 올해 초부터 회복 추세이다. 정부는 9월까지 항공 노선을 954회까지 늘려서 86.7% 회복률을 달성할 계획이다.

#### 주요 항공노선 증편 계획

(회/주)	중국	일본	동남아
19년 평균 (A)	1,100	1,091	1,232
2023년 2월 현재 (B)	63	863	1,086
회복률 (B/A) (%)	5.7	79.1	88.1
2023년 9월 목표 (C)	954	1,004	1,115
회복률(C/A) (%)	86.7	92.0	90.5

자료: 기획재정부, 신한투자증권

#### 한국 주당 항공편수 운항 변화 추이

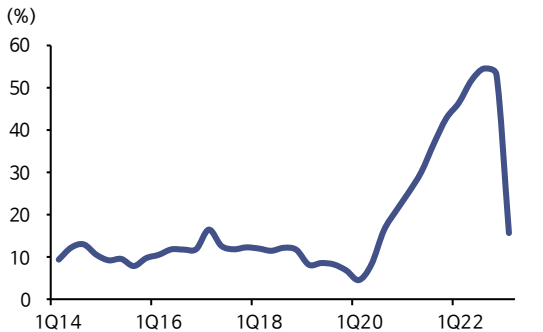


자료: 기획재정부, 신한투자증권

### 하반기 면세점 업체들의 협상력은 더욱 강화될 것

하반기에는 면세점 업체들이 2가지의 협상력 강화 모멘텀이 추가될 수 있다. 1) 파이공과의 기싸움에서 승리하며 알선수수료가 정상화되고, 2) 7월 인천공항 면세점 입점 이후 브랜드 업체들과의 협상력에서도 우위를 점할 수 있다. 특히 인천공항 면세점 입찰 조건은 과거 대비 면세 사업자에게 유리(임차료 부담 완화, 계약 기간 장기화, 사업권역 통합 조정)해졌다. 2017년 사드, 2020년 코로나19 이후 7년만에 맞이하는 공급자 중심의 시장 재편 과정에 들어선 면세산업에 주목한다.

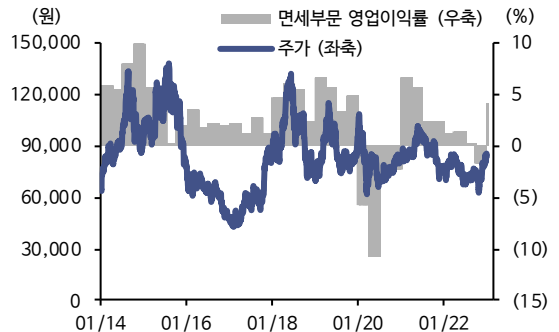
#### 호텔신라 시내면세점 매출 대비 알선수수료 부담



자료: 회사 자료, 신한투자증권

주: 1Q23부터 알선수수료는 매출 차감

#### 호텔신라 면세 영업이익률 vs. 주가 추이



자료: QuantiWise, 회사 자료, 신한투자증권

#### 인천공항 신규 입찰 면세사업권 구성

사업권	낙찰자	매장수	면적 (㎡)	판매품목	객당 임대료 입찰금액 (원)	2019년 인천공항 출발 여객 수 (명)	임대료 (원)
DF1	호텔신라	17	4,258	향수, 화장품/주류, 담배	8,987	35,569,629	319.7
DF2	신세계	16	4,709	향수, 화장품/주류, 담배	9,020		320.8
DF3	호텔신라	12	4,649	패션, 액세서리, 부티크	2,530		90
DF4	신세계	13	5,198	패션, 액세서리, 부티크	2,506		89.1
DF5	현대백화점	5	2,078	부티크	1,109		39.4

자료: 언론 자료, 신한투자증권

### 3) 기회/위험 요인 - 중국 리오프닝 탄력 vs. 인플레이션 장기화

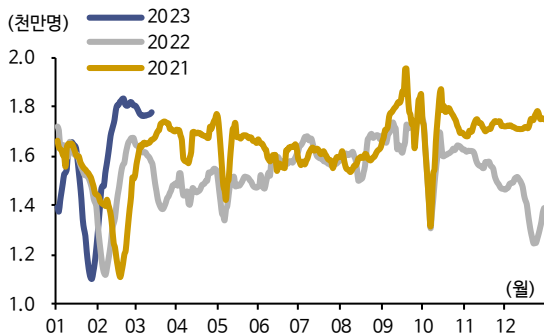
#### 기회 요인 - 본격적인 중국 인바운드는 아직 시작도 안 했다

본격적인 중국 관광객  
유입을 기대

연초부터 본격적으로 하늘길이 열리면서 방한 외국인 관광객이 많이 유입되고 있다. 하지만 아직 중국인 관광객들 비중은 낮아 향후 큰 업사이드로 작용할 수 있다. 1Q는 중국이 정상적인 과거 일상으로 돌아가기 위한 진통을 겪었던 시기였다. 2021년말 미국, 2022년 3월 한국이 겪었던 코로나19 확진자 대유행이 단기간 내에 보다 빠르게 지나갔다. 진통이 지나가고 난 뒤 리오프닝 분위기는 확실해졌다. 이미 2Q에는 국내 여행 및 이동 수요가 크게 증가했다.

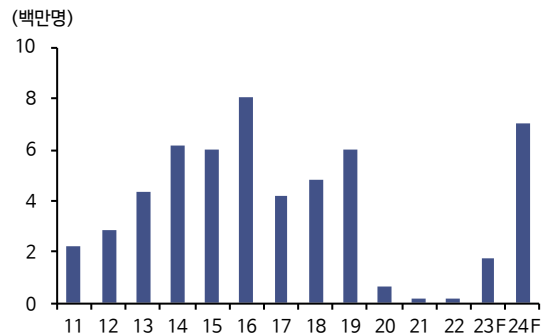
하반기에는 한중 국제 항공노선 회복에 따라 방한 중국인 관광객이 본격적으로 유입될 것이다. 특히 가장 강력한 카드인 단체관광 모멘텀이 기대된다. 중국 정부는 여전히 한국 단체관광을 제한하고 있다. 하지만 한국 정부는 5월부터 외국인 제주도 환승 무비자 제도를 재개했다. 한국 정부의 행보에 발맞추어 중국 역시 단체관광 제한 조치를 해제할 시 더욱 큰 업사이드를 기대할 수 있다. 이미 현지 중국 여행사에서는 한국행 단체 관광객을 모집 중인 곳도 많아, 한국향 단체관광 비자 발급 가능성을 높게 판단한다.

#### 중국 주요 도시 도로 혼잡지수



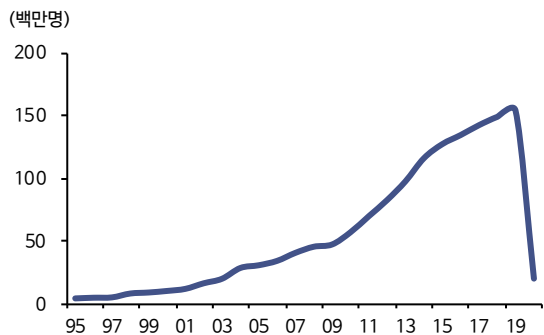
자료: WIND, 신한투자증권

#### 방한 중국인 관광객 수 추이 및 전망



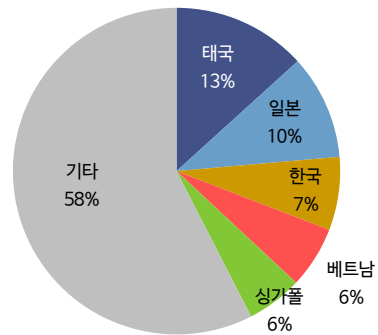
자료: 한국관광공사, 신한투자증권

#### 중국인 아웃바운드 여행객 수 추이



자료: WorldBank, 신한투자증권

#### 국가별 중국인 아웃바운드 여행객 구성 (2019)



자료: 각 국 관광통계, 신한투자증권  
주: 홍콩, 마카오 제외

지난해 하반기부터 물가와 금리가 가파르게 상승하며 소비 심리에 영향

소비 경기 회복을 논하기엔 아직 이르다

### 위험 요인 - 인플레이션의 장기화로 인한 소비 심리 부진

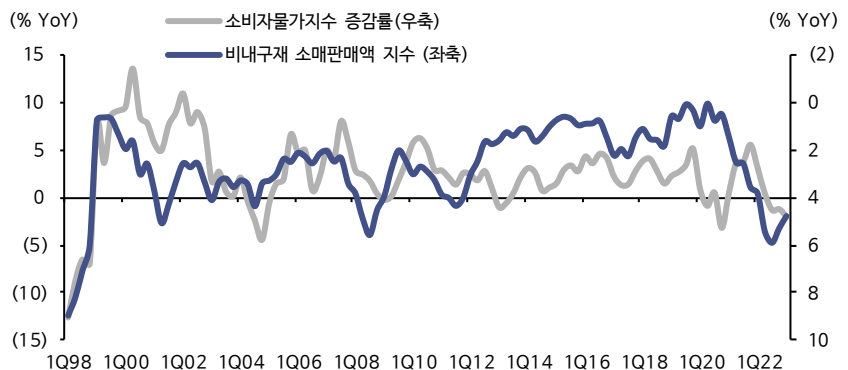
유통 업종은 내수 의존도가 높아 매크로 변수에 따른 소비 심리의 영향을 크게 받는다. 지난해 하반기부터 물가와 금리 상승이 가파르게 나타나고 있는 점은 우려 요인이다. 완만한 물가 상승은 유통 업체들의 가격 전가로 이어지며 실적 개선에 도움이 된다. 하지만 현재와 같은 급격한 물가 상승은 전반적인 소비 심리 부진으로 이어져 유통 업종의 실적 악화로 이어질 가능성이 높다.

4월 소비자물가지수는 전년대비 3.7% 상승하면서, 15개월만에 3%대로 하락했다. 전월대비로는 0.2% 상승했다. 석유류 가격이 전년대비 16.4% 떨어지면서 전체 물가 상승률을 둔화시켰다.

최근 인플레이션 고점 전망과 함께 오히려 단기적으로 소비 경기의 저점론이 제기되고 있다. 하지만 아직은 이르다는 판단이다. 궁극적으로 인플레이션의 둔화는 소비에 긍정적으로 작용할 것이지만, 물가 압력 둔화가 소비 경기의 회복으로 이어지기까지의 시차를 고려해야 한다. 과거에도 물가상승률의 고점과 소비심리가 저점을 만들어내는 시차는 6개월 정도였다.

실제고 석유류 가격 하락에 따라 4월 소비자물가지수 상승률이 둔화되었으나, 이를 제외한 근원물가지수는 여전히 하락세가 나타나고 있지 않는 상황(+4.6%)이다. 서비스물가는 +4%, 특히 개인서비스 물가는 +6.1%(외식 +7.6%, 외식외 +5%)의 상승률을 보였고, 구입 빈도와 지출 비중이 높은 품목들로 구성되어 체감물가를 보여주는 생활물가지수 역시 3.7% 상승했다.

### 소비자물가지수 증감률 vs 소비재 판매 증감



자료: 통계청, 신한투자증권

주: 우축은 축 반전

## IV. Top picks

### 소비 침체 속 생존 채널은 편의점과 면세점

소비 침체에도 성장 기대  
: 편의점 - GS리테일  
출입국자 증가에 따른 수혜  
: 면세점 - 호텔신라

2023년 하반기에도 전반적인 소비 시장은 침체될 것으로 추정하고, 유통 업종은 차별화되는 모습을 나타낼 것이다. 이러한 상황에서 가성비 채널이 부상할 것이다. 또한 긴축의 시대에 비용 절감 효과가 가시화되는 기업들도 긍정적이다. 한편, 부진한 내수 소비와는 별개로 4년만에 본격적인 해외 여행이 시작되며 출입국자 수가 급격하게 회복될 것이다. 내수 소비 침체 시 불황에 강한 채널인 편의점이 유망하다. 또한, 출입국자 수 증가에 따른 면세점 실적 개선도 기대된다. 이에 GS리테일과 호텔신라를 Top Picks로 제시한다.

GS리테일  
매수(유지)  
35,000원(유지)

GS리테일은 전반적인 소비 둔화 우려 속 불황에 강한 편의점 채널에서 두각을 나타내는 사업자이다. 공급 측면에서는 기존 맘앤팝 점주들이 안정적인 수익을 창출할 수 있는 편의점으로 전환하는 수요가 높아지는 추세이다. 수요 측면에서도 외식 물가 상승의 대체재 성격으로 소비자의 식품 구매 빈도가 늘어나고 있다. 또한 유통 채널 중 객단가가 가장 낮고(약 7,000원), 지근거리 쇼핑 채널, 24시간 영업이라는 특징 때문에 가격 민감도가 낮다. 본업인 편의점에서 상품군 차별화를 통해 경쟁사와의 기존점 성장률 간극이 줄어들고 있다. 한편, 올해부터는 비용 절감 효과가 본격화될 것이다. 지난 2년간 사업 포트폴리오 다각화 과정을 거치며 디지털 커머스 관련 투자비용이 크게 증가했고 실적이 부진했다. 수익성 위주 전략으로 선회하며 새벽배송 서비스 중단, H&B 사업 철수, 프로모션 비용 절감 등이 나타나고 있다. 디지털 커머스 사업의 비용 절감과 속도 조절이 진행되고 있는 만큼 실적 개선폭은 더욱 두드러지게 나타날 것이다. 투자 의견 '매수', 목표주가 35,000원을 유지한다.

호텔신라  
매수(유지)  
105,000원(유지)

호텔신라는 중국 인바운드 회복에 따라 면세 매출의 급격한 회복이 기대된다. 현재 타이공항 알선수수료를 정상화시키는 과정이다. 재고 보유 기간(3~4개월)과 중국 수요 반등(5월 노동절 연휴, 6월 징동데이)을 감안할 시 타이공의 재고 축적 수요는 불가피하다. 결국 매출 증가와 알선 수수료를 하락 효과가 동시에 나타날 것으로 기대된다. 또한 인천공항 면세점 입점(DF1,3 구역)도 긍정적이다. 과거 대비 유리해진 조건(비용 부담 완화, 계약기간 장기화, 사업권역 통합 조정)에 기존 1위 사업자였던 호텔롯데의 이탈로 향후 1위 사업자 등급이 유력하다. 오랜 기간 갖춰온 업력을 바탕으로 글로벌 브랜드와의 협상력에서 우위에 있어 독보적인 매입 경쟁력을 보유했다. 사드와 코로나19 이후 7년만에 맞이하는 공급자 중심의 시장 재편 과정에서 호텔신라의 수익성 개선에 주목할 필요가 있다. 투자 의견 '매수', 목표주가 105,000원을 유지한다.

## 커버리지 기업 밸류에이션

(원, 배, %)	PER		EPS증가율 23F~24F	PBR		ROE 23F	EV/EBITDA	
	23F	24F		23F	24F		23F	24F
신세계	13.9	6.8	105.3	0.2	0.2	1.2	6.3	5.4
BGF리테일	14.3	8.3	71.7	0.2	0.2	1.7	6.9	6.8
이마트	5.1	4.5	13.8	0.4	0.4	7.0	4.3	4.2
롯데쇼핑	4.6	3.8	18.4	0.3	0.2	4.6	4.4	3.6
현대백화점	12.8	9.4	36.2	0.6	0.6	4.5	4.3	4.4
호텔신라	13.9	11.6	19.2	2.7	2.4	19.8	5.4	10.7
GS리테일	6.5	6.0	7.9	1.3	1.1	19.6	2.9	3.1
코웨이	19.4	16.8	15.4	4.6	3.6	24.5	10.5	8.8

자료: QuantiWise, 신한투자증권

주: 2023년 5월 17일 기준

## 커버리지 기업 실적 요약

(십억원, %)	1Q23 영업이익			2Q23F 영업이익			2023F 영업이익		
	신한투자증권	컨센서스	컨센 대비	신한투자증권	컨센서스	컨센 대비	신한투자증권	컨센서스	컨센 대비
신세계	152.4	154.9	(1.6)	151.0	154.7	(2.3)	682.5	680.8	0.3
BGF리테일	37.0	38.8	(4.7)	86.1	83.1	3.6	299.6	295.4	1.4
이마트	13.7	73.7	(81.4)	(4.7)	(2.5)	-	244.7	264.3	(7.4)
롯데쇼핑	112.5	109.5	2.7	97.6	97.4	0.2	552.7	559.4	(1.2)
현대백화점	77.9	82.1	(5.2)	69.9	69.5	0.5	355.9	354.3	0.5
호텔신라	34.5	20.4	69.6	54.1	51.7	4.7	254.0	220.0	15.4
GS리테일	46.6	39.2	18.7	87.9	85.4	3.0	341.8	337.7	1.2
코웨이	175.6	184.3	(4.7)	187.4	182.4	2.8	708.7	729.9	(2.9)

자료: 신한투자증권