



# 유통

## 인천공항 면세점 실적 시나리오 분석 및 시사점



23년 7월부터 영업 개시 예정인 인천공항 면세점 사업권에 대한 개별 기업들의 입찰 금액이 공개되었다. 낙찰 예상 기업과 임대료의 윤곽이 나타난 가운데, 면세점 업체들의 임대료 부담은 과거 대비 완화될 가능성이 높은 것으로 추산된다. 다만, 실적 레벨의 질적 개선을 위해서는 중국인 인바운드와 공항 면세점의 객당 매출단가 회복이 주요 과제가 될 것으로 추산된다.

### >>> 인천공항 면세점 임대료 입찰 금액 공개

23년 7월부터 영업 개시 예정인 인천공항 면세점 사업권에 대한 개별 기업들의 입찰 금액이 공개되었다. 이번 입찰 금액 공개로 인해, 중국 면세점 업체의 입점 리스크가 제거되고, 개별 사업권에 대한 국내 면세점 업체들의 낙찰 가능성과 미래 면세점 시장 점유율, 그리고 수익성에 대한 전망이 좀 더 용이해 질 것으로 전망된다(최종 낙찰자는 관세청 심사를 통해, 23년 4월 중 확정 전망).

### >>> 인천공항 면세점의 주요 실적 변수 관련 시사점

**첫째, 23년 하반기 이후, 국내 면세점의 시장 점유율은 신라, 신세계, 롯데의 3강 체제로 전망된다(시내점 포함).** 같은 품목의 동일 사업권에서 중복 낙찰이 금지되는 점을 감안한다면, 신라와 신세계가 향수/화장품을 취급하는 DF1과 DF2를 나눠 가질 가능성이 높아졌다. 보수적으로 인천공항의 이익 최대화 관점에서 바라본다면, 신라는 DF1과 DF3, 신세계는 DF2와 DF4, 현대백화점은 DF5 권역에 대해서 낙찰 받을 가능성이 높을 것으로 전망된다.

**둘째, 인천공항 국제선 트래픽이 19년 수준으로 회복된다면, 대기업이 납부하는 인천공항 면세점 임대료는 19년 대비 최소 700억원 정도 감소할 것으로 전망된다.** 19년에 대기업들이 인천공항에 납부한 총 임대료 금액은 약 9,200억원 수준으로 추정된다(이번 입찰에서 제외된 현대백화점의 舊 DF7 구역 제외 기준). 19년 인천공항 국제선 여객 수는 약 3,529만명 수준(출발 기준)이고, 대기업이 입찰한 객당 임대료 합산 금액은 2.4만원 수준(DF1~5 낙찰 임대료 가정 합산 기준 - p.3 표 참조)이다. 따라서, 인천공항 국제선 트래픽이 19년 수준으로 회복된다면, 대기업들은 약 8,500억원의 임대료를 인천공항에 납부하게 되고, 최소 700억원 수준의 비용을 19년 대비 절감할 수 있게 된다. **다만, 3년 동안 면세점 시장이 어려움을 겪으면서, 개별 기업들이 구조조정을 통한 고정비 절감 노력이 있었던 점을 감안한다면, 면세점 업체들의 합산 이익 개선 효과는 700억 원을 상회할 수 있다.**

**셋째, 19년 대비 신라와 신세계의 면세점 영업이익의 차이는 축소될 것으로 전망된다.** 19년에는 신세계가 롯데의 면세점 사업권을 받아오면서, 인천공항 면세점의 임대료 레벨이 경쟁사 대비 높았으나, 이번 입찰은 그렇지 않은 상황이다.



음식료/유통 Analyst 박상준  
sjpark@kiwoom.com

RA 신대현  
shin8d@kiwoom.com

#### Compliance Notice

- 당사는 3월 21일 현재 상기에 언급된 종목들의 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사는 자료 작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

인천공항 면세점의  
주요 실적 변수 전망

**넷째, 현대백화점면세점은 인천공항 면세점에서 가장 높은 영업이익률을 시현할 가능성이 높다.** 매출액 대비 임대료율이 경쟁사 대비 가장 낮을 것으로 전망되기 때문이다.

**다섯째, 신세계와 신라면세점의 인천공항 면세점이 영업흑자를 기록하기 위해서는 인천공항 국제선 여객 수와 면세점 합산 기준 객당 매출단가가 19년도 수준(약 8.1만원)을 상회해야 할 것으로 전망된다(19년도 인천공항 면세점의 합산 영업적자 1,000억원 수준 추산).** 특히, 임대료를 객당 임대료의 형태로 납부하기 때문에, 면세점 합산 기준 객당 매출단가가 19년도 수준을 상회하는 것이 중요할 것으로 판단된다. **23년 1월 인천공항 면세점의 객당 매출단가는 약 5.2만원 수준으로 추산되나, 2~3월에는 여행객 수요 비중이 본격 확대되면서 6~7만원 수준으로 상향 조정될 것으로 추산된다.** 향후 객당 매출단가가 높은 중국인 인바운드 비중이 인천공항 국제선 여객 수 내에서 확대된다면, 인천공항 면세점의 객당 매출단가는 추가로 확대될 수 있다.

**여섯째, 인천공항 면세점의 객당 매출단가가 8만원에서 9만원으로 1만원 상승하면, 신라와 신세계면세점의 영업이익률은 약 4%p, 현대백화점면세점의 영업이익률은 약 3%p 개선될 것으로 추산된다.** 특히, 임대료 납부 방식이 고정비에서 객당 임대료로 변경되었기 때문에, 면세점 업체의 객당 매출단가 극대화 역량에 따라 영업이익률 레벨이 좌우될 가능성이 높다.

중국인 인바운드의  
회복 시점이 중요

면세점은 중국 리오프닝에 따른 소비경기 회복으로 수요 회복 가시성이 높아지고 있는 가운데, 다이고 재고와 알선수수료를 조정도 어느 정도 성과를 기대하고 있는 상황이다.

다만, 향후 면세점 실적의 질적 개선을 위해서는 중국인 인바운드 회복 시점과 정도가 중요할 것으로 판단된다. **중국인 인바운드 회복은 시내면세점 고객 다변화와 공항면세점 객당 매출단가 상승에 핵심 변수이기 때문이다.** 현재 한국은 중국 정부의 단체관광 가능 국가 리스트에 포함되어 있지 않으나, 올해 3월 중에 한중 항공편 수는 순차적으로 증편되어(2월말 62회 -> 3월2주 80여회 -> 3월3~4주 110여회 -> 3월5주 200회 이상, 국토교통부), 19년 대비 18% 수준까지 회복될 전망이다(19년에 주 1,100여회 운항).

따라서, 향후에는 **1) 중국 리오프닝 이후 면세점 시장규모의 MoM 증가율 추세, 2) 올해 4월 이후 중국인 인바운드 회복 추세, 3) 한국의 단체관광 가능 국가 리스트 포함 여부 등이 면세점 업체들의 실적 전망에 중요한 변수가 될 것으로 전망된다.**

2023년 인천공항 면세사업권 입찰 상세사항(2023. 7. 1 영업개시 예정)

사업권	품목 및 매장 수			객당임대료 (후보자 입찰금액)	면적 (총 매장수)	취급품목	
	T1	탑승동	T2				
일반기업	DF1 -2022	동편 CP 1 개 서편 LT 4 개	CP 1 개	동편 CP 6 개 서편 LT 5 개	신라 8,987 원 신세계 8,250 원	4,258 ㎡ (17 개)	향수· 화장품/ 주류·담배
	DF2 2022	동편 LT 4 개 서편 CP 3 개	LT 1 개	동편 LT 4 개 서편 CP 4 개	신라 9,163 원 신세계 9,020 원	4,709 ㎡ (16 개)	
	DF3 -2022	동편 FA 6 개 (부티크 포함)	-	동편 FA 6 개 (부티크 포함)	신세계 2,690 원 신라 2,530 원	4,649 ㎡ (12 개)	패션· 액세서리·부티크
	DF4 -2022	중앙 FA 6 개 (부티크 포함)	FA 1 개	서편 FA 6 개 (부티크 포함)	신세계 2,506 원 신라 2,200 원	5,198 ㎡ (13 개)	
	DF5 ~2022	중앙 부티크 2 개	-	중앙 부티크 3 개	신세계 1,760 원 신라 1,705 원 현대백화점 1,109 원	2,078 ㎡ (5 개)	부티크
<b>총계</b>	<b>26 개</b>	<b>3 개</b>	<b>34 개</b>	<b>24,152 원</b>	<b>20,892 ㎡(63 개)</b>		

자료: 인천국제공항공사, TR&DF, 키움증권 리서치

주: 1) CP : Cosmetics(화장품) & Perfumes(향수) / LT : Liquor(주류) & Tobacco(담배) / FA : Fashion(패션) & Accessories(액세서리)

인천공항 면세점 사업권별 매출액 및 임대료 시나리오 분석

★ 19년 인천공항 면세점 데이터

인천 면세점 시장규모(십억원)	2,864
인천공항 국제선 출발 여객 수(백만명)	35
객당 매출단가(원)	81,166

매출 및 임대료 계산식

매출 = 객당 매출단가(A) \* 여객 수(B) \* 매출 Mix 가정(C)

임대료 = 여객 수(B) \* 낙찰 임대료 가정(D)

★ 사업권별 매출 Mix 추정

사업권	낙찰 사업자 가정	낙찰 임대료 가정(원, D) <sup>1)</sup>	최저 임대료 대비(%)	최저임대료(원)	최저임대료 Mix(%)	매출 Mix 가정(%, C)
DF1	신라	8,987	168	5,346	31.0	29.3
DF2	신세계	9,020	161	5,617	32.6	30.7
DF3	신라	2,530	122	2,078	12.0	11.4
DF4	신세계	2,506	135	1,863	10.8	10.2
DF5	현대백화점	1,109	105	1,056	6.1	5.8
DF8				583	3.4	3.2
DF9				710	4.1	3.9
합계				17,253	100.0	94.4 <sup>2)</sup>

1) DF1 - 신라면세점 낙찰 가정

매출(십억원)	객당 매출단가(천원, A)					임대료(십억원)	객당 매출단가(천원, A)					임대료/매출액 (%)	객당 매출단가(천원, A)						
	60	70	80	90	100		60	70	80	90	100		60	70	80	90	100		
25	439	512	585	658	731	25	225	225	225	225	225	25	51	44	38	34	31		
여객 수	30	527	614	702	790	878	여객 수	30	270	270	270	270	여객 수	30	51	44	38	34	31
(백만명, B)	35	614	717	819	921	1,024	(백만명, B)	35	315	315	315	315	(백만명, B)	35	51	44	38	34	31
40	702	819	936	1,053	1,170		B)	40	359	359	359	359	B)	40	51	44	38	34	31
45	790	921	1,053	1,185	1,316		B)	45	404	404	404	404	B)	45	51	44	38	34	31

2) DF2 - 신세계면세점 낙찰 가정

매출(십억원)	객당 매출단가(천원, A)					임대료(십억원)	객당 매출단가(천원, A)					임대료/매출액 (%)	객당 매출단가(천원, A)						
	60	70	80	90	100		60	70	80	90	100		60	70	80	90	100		
25	461	538	615	692	768	25	226	226	226	226	226	25	49	42	37	33	29		
여객 수	30	553	645	738	830	922	여객 수	30	271	271	271	271	여객 수	30	49	42	37	33	29
(백만명, B)	35	645	753	861	968	1,076	(백만명, B)	35	316	316	316	316	(백만명, B)	35	49	42	37	33	29
40	738	861	983	1,106	1,229		B)	40	361	361	361	361	B)	40	49	42	37	33	29
45	830	968	1,106	1,245	1,383		B)	45	406	406	406	406	B)	45	49	42	37	33	29

3) DF3 - 신라면세점 낙찰 가정

매출(십억원)	객당 매출단가(천원, A)					임대료(십억원)	객당 매출단가(천원, A)					임대료/매출액 (%)	객당 매출단가(천원, A)						
	60	70	80	90	100		60	70	80	90	100		60	70	80	90	100		
25	171	199	227	256	284	25	63	63	63	63	63	25	37	32	28	25	22		
여객 수	30	205	239	273	307	341	여객 수	30	76	76	76	76	여객 수	30	37	32	28	25	22
(백만명, B)	35	239	279	318	358	398	(백만명, B)	35	89	89	89	89	(백만명, B)	35	37	32	28	25	22
40	273	318	364	409	455		B)	40	101	101	101	101	B)	40	37	32	28	25	22
45	307	358	409	460	512		B)	45	114	114	114	114	B)	45	37	32	28	25	22

4) DF4 - 신라면세점 낙찰 가정

매출(십억원)	객당 매출단가(천원, A)					임대료(십억원)	객당 매출단가(천원, A)					임대료/매출액 (%)	객당 매출단가(천원, A)						
	60	70	80	90	100		60	70	80	90	100		60	70	80	90	100		
25	153	178	204	229	255	25	63	63	63	63	63	25	41	35	31	27	25		
여객 수	30	183	214	245	275	306	여객 수	30	75	75	75	75	여객 수	30	41	35	31	27	25
(백만명, B)	35	214	250	285	321	357	(백만명, B)	35	88	88	88	88	(백만명, B)	35	41	35	31	27	25
40	245	285	326	367	408		B)	40	100	100	100	100	B)	40	41	35	31	27	25
45	275	321	367	413	459		B)	45	113	113	113	113	B)	45	41	35	31	27	25

5) DF5 - 현대백화점면세점 낙찰 가정

매출(십억원)	객당 매출단가(천원, A)					임대료(십억원)	객당 매출단가(천원, A)					임대료/매출액 (%)	객당 매출단가(천원, A)						
	60	70	80	90	100		60	70	80	90	100		60	70	80	90	100		
25	87	101	116	130	144	25	28	28	28	28	28	25	32	27	24	21	19		
여객 수	30	104	121	139	156	173	여객 수	30	33	33	33	33	여객 수	30	32	27	24	21	19
(백만명, B)	35	121	142	162	182	202	(백만명, B)	35	39	39	39	39	(백만명, B)	35	32	27	24	21	19
40	139	162	185	208	231		B)	40	44	44	44	44	B)	40	32	27	24	21	19
45	156	182	208	234	260		B)	45	50	50	50	50	B)	45	32	27	24	21	19

자료: 인천국제공항공사, 한국면세점협회, TR&DF, 키움증권 리서치 추정

주: 1) 같은 상품의 동일 사업권 중복 낙찰 금지와 인천공항의 이익 최대화를 가정하여, 낙찰 사업자와 임대료를 면세점 입장에서 보수적으로 가정

2) 이번 입찰 대상에서 제외된 舊 DF7(현대백화점면세점이 운영 중)의 매출 비중을 5.6%로 가정하여 사업권별 매출 Mix를 추정

인천공항 면세점 업체별 매출액 및 임대료 시나리오 분석

6) 신라면세점 - DF1, DF3 낙찰 가정

매출(십억원)	객당 매출단가(천원, A)					임대료(십억원)	객당 매출단가(천원, A)					임대료/매출액 (%)	객당 매출단가(천원, A)							
	60	70	80	90	100		60	70	80	90	100		60	70	80	90	100			
25	609	711	812	914	1,016	25	288	288	288	288	288	25	47.3	40.5	35.4	31.5	28.4			
여객 수	30	731	853	975	1,097	1,219	여객 수	30	346	346	346	346	346	여객 수	30	47.3	40.5	35.4	31.5	28.4
(백만명, B)	35	853	995	1,137	1,280	1,422	(백만명, B)	35	403	403	403	403	403	(백만명, B)	35	47.3	40.5	35.4	31.5	28.4
40	975	1,137	1,300	1,462	1,625	40	461	461	461	461	461	40	47.3	40.5	35.4	31.5	28.4			
45	1,097	1,280	1,462	1,645	1,828	45	518	518	518	518	518	45	47.3	40.5	35.4	31.5	28.4			

7) 신세계면세점 - DF2, DF4 낙찰 가정

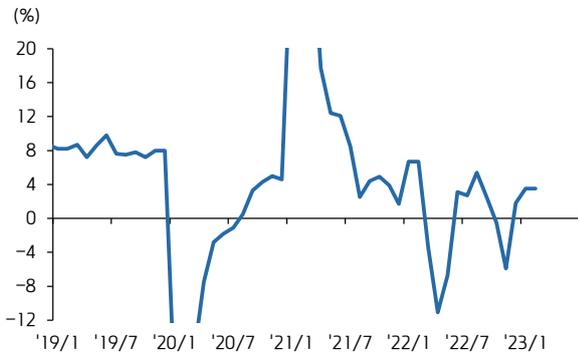
매출(십억원)	객당 매출단가(천원, A)					임대료(십억원)	객당 매출단가(천원, A)					임대료/매출액 (%)	객당 매출단가(천원, A)							
	60	70	80	90	100		60	70	80	90	100		60	70	80	90	100			
25	614	716	819	921	1,023	25	288	288	288	288	288	25	46.9	40.2	35.2	31.3	28.2			
여객 수	30	737	859	982	1,105	1,228	여객 수	30	346	346	346	346	346	여객 수	30	46.9	40.2	35.2	31.3	28.2
(백만명, B)	35	859	1,003	1,146	1,289	1,432	(백만명, B)	35	403	403	403	403	403	(백만명, B)	35	46.9	40.2	35.2	31.3	28.2
40	982	1,146	1,310	1,473	1,637	40	461	461	461	461	461	40	46.9	40.2	35.2	31.3	28.2			
45	1,105	1,289	1,473	1,658	1,842	45	519	519	519	519	519	45	46.9	40.2	35.2	31.3	28.2			

8) 현대백화점면세점 - DF5 낙찰 가정

매출(십억원)	객당 매출단가(천원, A)					임대료(십억원)	객당 매출단가(천원, A)					임대료/매출액 (%)	객당 매출단가(천원, A)							
	60	70	80	90	100		60	70	80	90	100		60	70	80	90	100			
25	87	101	116	130	144	25	28	28	28	28	28	25	32.0	27.4	24.0	21.3	19.2			
여객 수	30	104	121	139	156	173	여객 수	30	33	33	33	33	33	여객 수	30	32.0	27.4	24.0	21.3	19.2
(백만명, B)	35	121	142	162	182	202	(백만명, B)	35	39	39	39	39	39	(백만명, B)	35	32.0	27.4	24.0	21.3	19.2
40	139	162	185	208	231	40	44	44	44	44	44	40	32.0	27.4	24.0	21.3	19.2			
45	156	182	208	234	260	45	50	50	50	50	50	45	32.0	27.4	24.0	21.3	19.2			

자료: 인천국제공항공사, 한국면세점협회, TR&DF, 키움증권 리서치 추정

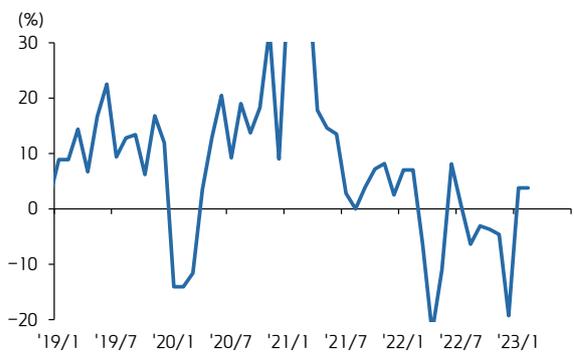
중국 전체 소매판매액 YoY 추이



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

주: 1) 1월과 2월은 1~2월 누계 기준 수치임

중국 화장품 소매판매액 YoY 추이



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

주: 1) 1월과 2월은 1~2월 누계 기준 수치임

인천공항 국제선 출발 여객 수 추이



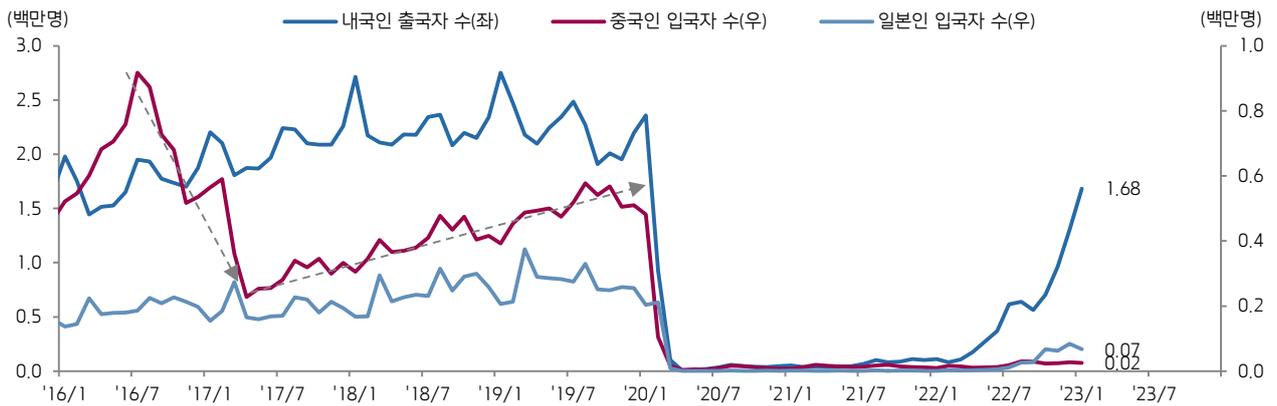
자료: 인천국제공항공사, 키움증권 리서치

인천공항 면세점 객당 매출단가 추이



자료: 인천국제공항공사, 키움증권 리서치

내국인 출국자 및 외국인 입국자 수 추이



자료: 관광지식정보시스템, 키움증권 리서치

주: 1) 내국인 출국자 수는 승무원 제외 기준임

고지사항

- 본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없고, 통지 없이 의견이 변경될 수 있습니다.
- 본 조사분석자료는 유가증권 투자를 위한 정보제공을 목적으로 당사 고객에게 배포되는 참고자료로서, 유가증권의 종류, 종목, 매매의 구분과 방법 등에 관한 의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않으며 법적 분쟁에서 증거로 사용 될 수 없습니다.
- 본 조사 분석자료를 무단으로 인용, 복제, 전시, 배포, 전송, 편집, 번역, 출판하는 등의 방법으로 저작권을 침해하는 경우에는 관련법에 의하여 민·형사상 책임을 지게 됩니다.

투자의견 및 적용기준

기업	적용기준(6개월)	업종	적용기준(6개월)
Buy(매수)	시장대비 +20% 이상 주가 상승 예상	Overweight (비중확대)	시장대비 +10% 이상 초과수익 예상
Outperform(시장수익률 상회)	시장대비 +10~+20% 주가 상승 예상	Neutral (중립)	시장대비 +10~10% 변동 예상
Marketperform(시장수익률)	시장대비 +10~-10% 주가 변동 예상	Underweight (비중축소)	시장대비 -10% 이상 초과하락 예상
Underperform(시장수익률 하회)	시장대비 -10~-20% 주가 하락 예상		
Sell(매도)	시장대비 -20% 이하 주가 하락 예상		

투자등급 비율 통계 (2022/01/01~2022/12/31)

매수	중립	매도
98.30%	1.70%	0.00%