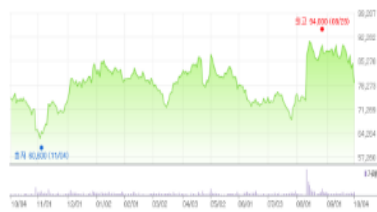


Opinion

Buy

현재 주가	79,100
목표 주가	133,797
상승 여력	69%

Price trend (1 year)



79,100 (1 년전 +6%)

Stock indicator

시가총액(원)	3.14조
발행주식수(주)	37,853,593
52주 최고(원)	94,000
52주 최저(원)	60,600
주요주주지분율(%)	17.34
22년 배당수익률(%)	0.24

Team 4

김민우	방준식
오지영	이경수
장혜준	조성준
조현우	한채원

호텔신라 (008770 ks)

- 삼성그룹의 관광 계열사이자 국내 호텔 부문 최대 규모 상장사
- 23년 2분기 매출액 8,669억원(-26% YoY), 영업이익 672억원(+56% YoY)을 기록
- 인천공항 면세점 입찰 성공 및 중국인 관광객 증대로 매출 증가 기대
- 면세유통업, 주요고객 타이공에 대한 알선수수료 하락으로 영업이익 증가 예상
- 2023.10.04 주가 79,100원 대비 약 69% upside, 목표주가 133,797원 제시

Signal 1: 예상을 상회하는 2분기 호실적, 개선된 수익성

7월 28일, 호텔신라가 엔데믹으로 면세점 실적이 개선되면서 연결기준 올 2분기 영업이익이 672억원으로 지난해 같은 기간 대비 56% 증가했다고 공시했다. 호텔신라 측은 전반적인 관광 산업 정상화 분위기와 수익성 확보를 위한 내실경영 노력으로 전분기 대비 매출과 이익 모두 증가했다고 설명했다. 2분기 영업이익이 증가한 배경으로는 면세 유통에서 송객 수수료율이 높은 중국인 대형 타이공(Daigo) 매출이 감소한 반면, 송객 수수료율 부담이 없는 자유관광객(FIT)이 증가한 점이 꼽힌다.

Signal 2: 중국인 관광객 증대 기대감

국토교통부 항공 통계에 따르면 지난 8월 한국과 중국을 오간 항공노선 이용객 수는 93만 1272명이다. 이는 사드 사태 발발 이전인 2016년 8월(206만7155명)의 45% 수준으로, 지난해(4만3675명)와 비교하면 21배가 넘는 수준이다. 1월에는 10만4813명에 불과했지만 3월 17만7091명, 4월 34만 882명, 5월 47만3878명, 6월 63만5807명, 7월 81만8831명으로 증가했다. 정부는 올해 중국인 관광객을 200만 명 유치하겠다는 계획을 발표했으며, 중국인 관광객의 입국을 빠르고 쉽게 만들기 위해 1만8000원 상당의 전자비자 발급수수료를 한시 면제하기로 했다. 신라 면세점은 중국인 고객이 선호하는 브랜드를 확대하고 통역 전담 인력을 배치했으며 알리페이나 위챗 등 중국인 고객들이 주로 사용하는 결제 수단을 활용한 할인 행사도 마련하고 있다.

Signal 3: 인천공항 면세점 입찰 성공

지난 6월 30일, 롯데면세점이 인천공항에서 철수했다. 관련 업계에 따르면 롯데는 지난 3월 인천국제공항공사 면세사업자 선정 입찰에서 탈락했다. 신세계DF와 호텔신라, 현대백화점면세점이 인천공항 출국장 면세점 사업자로 최종 선정됐으며 이들은 2023년 7월부터 10년간 인천공항 출국장 면세점을 운영하게 된다. 롯데면세점의 인천공항 철수로 인해 신라면세점이 1위 자리를 차지할 가능성이 커졌다. 신라호텔의 인천공항 면세점 확대 효과로 국내 면세점 업계에 지각변동이 올 것으로 전망된다.

CONTENTS

기업 개요	3
산업 분석	6
기업 주요사항	13
투자 포인트	23
리스크	26
밸류에이션	28

I. 기업 개요

1) 기업 설명

호텔신라(Hotel Shilla)는 국내 호텔 부문 최대 규모 상장사로, 삼성그룹의 관광 계열사이다. 면세유통사업, 호텔 사업 및 생활레저사업을 운영 중이다. 1973년 2월 14일 삼성그룹 내 호텔사업부 창설을 필두로 하여 서울, 제주에 호텔을 건립하고 1991년 국내 호텔업계 최초로 한국증권거래소에 상장했다. 호텔신라는 1986년 서울신라호텔 내에 처음으로 면세점을 개점하며 면세업에 뛰어 들었는데, 전통적인 본업은 호텔업이지만 2010년대 이후부터는 매출의 대부분이 TR부문에서 기인하고 있다.

그림 1) 서울신라호텔



올해 2분기 매출은 8,669억원(-26% YoY), 영업이익 672억원(+56% YoY)이다. 전년도인 22년도 매출은 4조 9,220억(YoY 30%), 영업이익은 783억(-34.1%)으로 매출은 2018년 수준으로 회복했으나 알선 수수료가 크게 올라 영업이익에서 고전 중이었다. 지난해 4분기까지 영업손실 67억원을 기록하였으나 자유여행객 FIT이 증가하며 올해 1분기부터 흑자 전환, 2분기는 컨센서스를 상회하는 영업이익을 기록했다.

그림 2) 호텔신라 면세점



2) 주요 품목

TR부문이 80% 이상, 호텔&레저부문이 약 15%의 매출 비중을 차지하고 있다.

2)-1 호텔 사업

호텔신라의 호텔 브랜드는 최상위 럭셔리(Luxury) 브랜드 '더 신라', 어퍼 업스케일 브랜드 '신라모노그램', 업스케일(Upscale) 호텔 '신라스테이'로 나뉜다.

우리가 흔히 알고 있는 '신라호텔'에 해당하는 THE SHILLA는 서울신라호텔과 제주신라호텔 단 두 곳이다. 한국을 대표하는 럭셔리 호텔로 5성급에 해당하며, 국가 대표 행사가 열리거나 국빈이 머무르는 호텔이다. 국내 '호캉스(호텔+바캉스)' 트렌드 또한 주도하고 있다. 신라모노그램은 해외 진출을 위해 새롭게 만든 브랜드이다. 신라호텔과 마찬가지로 5성급 호텔이며, 2020년도 다낭에 처음으로 개장하였다. 마지막으로 비즈니스 호텔인 신라스테이는 4성급으로, 2023년 기준 전국 14개 지점이 있다. 어느 지점이든 건물 외관과 룸 내부의 디자인이 매우 유사해, 지점 간 큰 편차 없이 고른 퀄리티를 보유하고 있다고 평가받는다.

2)-2 TR(Travel retail) 사업

신라면세점은 아시아 3대 허브공항인 인천국제공항, 싱가포르 국제공항, 홍콩 국제공항에서 사업을 영위 중으로, 세계에서 유일하게 아시아 3대 국제공항에 동시 입점한 기업이다. 국내 면세점은 총 5곳으로 서울점, 인천공항점 T1, 인천공항점 T2, 제주점, 김포공항점이 있다. 500여개의 화장품, 향수 등 유명 뷰티 브랜드와 루이뷔통, 샤넬, 에르메스, 구찌 등 글로벌 명품 브랜드와 각종 주류까지 총 1,300여 종의 다채로운 브랜드들을 보유하고 있다.

3) 분석 선정 이유

3)-1 영업이익 성장률

호텔신라는 23년 2분기 매출이 8,669억원(YoY -26%)으로, 매출 부진에도 불구하고 영업이익은 672억(+131%)을 기록했다. 본사는 2019년 영업이익률 5.17%를 달성했는데, 이번 2분기 영업이익률은 7.75%로 근 5년간 가장 높은 수익성을 보여주었다. 수익성이 높은 FIT(자유여행객) 회복세가 예상보다 빨라, 2분기 영업이익은 시장 기대치 523억을 28.5% 상회했다. 후술할 예정이나 타이공 알선수수료 하락도 영업이익 개선에 도움이 되었다.

3)-2 유커(중국인 단체 관광객) 수혜주

8월 10일부터 중국인 단체 관광객 입국이 허용되면서 관련 수혜주가 주목받고 있다. 호텔신라는 그중에서도 주된 수혜주로 꼽힌다. 중국인 관광객이 집중되는 서울 시내와 인천공항, 제주 시내 등에 면세점 사업장을 가지고 있기 때문이다. 또한 동사는 주요 면세점 3사(신라·롯데·신세계) 중 면세점 매출 비중이 가장 높아, 중국인 관광객 매출 효과를 톡톡히 볼 것으로 보인다.

3)-3 호텔롯데 이탈, 향후 1위 등극?

한국 면세산업 선두주자는 호텔롯데와 호텔신라이다. 그런데 올해 인천공항 면세점 입찰과정에서 호텔롯데가 탈락하면서 신라면세점·신세계면세점·현대백화점면세점이 신규 사업자로 선정되었다. 1위였던 호텔롯데의 이탈로 호텔신라의 귀추가 주목된다. 이에 더해 인천공항의 수익성이 개선될 전망이다. 과거에 비해 사업장 영업면적이 넓어졌고, 올해부터 인천공항 임차료 구조가 과거 '고정 최소보장액' 형태에서 '여객당 임대료'로 변경되어 고정비 부담을 줄였기 때문이다.

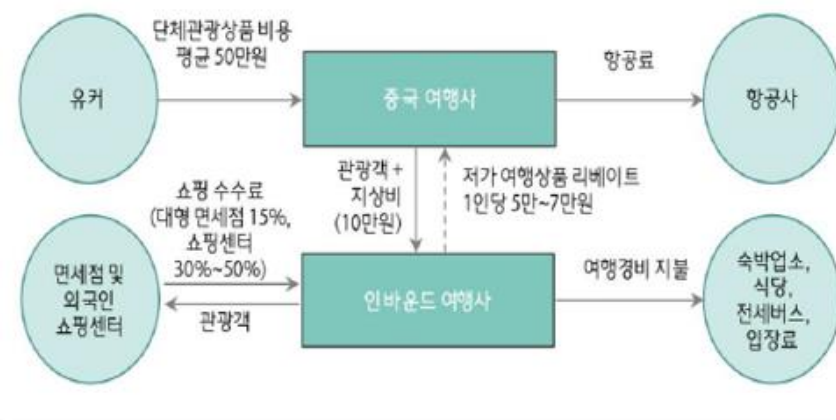
II. 산업 분석

1) 산업개요

1)-1 TR 산업

그림 1) 중국 단체 관광 여행상품과 비용 구조

그림 1. 중국 단체 관광 여행상품과 비용 구조



출처: 하나금융투자

[정의와 특성]

TR은 Travel Retail을 줄인 말로 면세유통업을 의미한다. 면세유통업은 외국으로 반출하거나 관세의 면제를 받을 수 있는 사업체가 해외로 출국하는 내·외국인에게 관세 및 내국세 등 과세가 면제된 상품을 판매하는 장소이다. 면세점은 입지가 중요한 백화점과 달리 공급 주도 시장이며, 국가로부터 사업권을 취득하여 국내외 유명 브랜드 상품을 판매한다.

우리나라 전체 면세점 매출에서 중국인 관광객의 비중이 70% 정도이기 때문에 중국 단체 관광객 및 유커에 대한 매출 의존 현상이 크다. 면세점 사업은 수익성이 좋다는 장점이 있으나 진입장벽이 높고, 리스크가 큰 산업이다. 또한, 국내외 환경변화에 따른 수요 변동성이 매우 크며, 초기 투자비와 고정비가 높다는 것이 특징이다. 면세상품의 선구매, 면세점 인테리어 비용 등 많은 재원 투자를 요구하기 때문이다. 따라서 이를 소비해줄 면세 관광객이 많지 않다면 면세기업들은 바로 어려움에 직면할 수밖에 없다. 한국 면세산업은 중국 관광객 의존도가 높은 특징을 가지고 있으며, 면세소비 70% 이상을 중국 관광객에 의존하는 중이다.

[면세점 온라인 비중 확대]

유통시장의 흐름이 '온라인' 중심으로 변화되고 있으며 이에 맞춰 주요 면세점의 온라인 서비스 확장이 주목받고 있다. 온라인 면세점 주류 판매가 7월부터 가능해지면서 온라인 면세사업의 주류 매출 호실적이 기대된다. 업계에 따르면 품목별 매출 비율은 화장품·향수 60%, 패션·명품 액세서리 20%, 주류·담배 20% 로 추정되고 있다.

[면세점의 수익구조]

인천공항점의 경우 임차료로 매출의 40%가량이 지출된다. 여기에 인건비 등 기타 판관비 지출을 포함하면 영업이익은 더 낮아지며 결과적으로 영업이익률이 낮아지게 된다. 그러나 영업이익률이 낮더라도 사업이 효율성이 떨어진다는 의미는 아니다. 자기자본이익률(ROE)과 투자자본수익률(ROIC)을 고려했을 때 투여된 자본 대비 수익률은 일반 백화점보다 면세점이 훨씬 높다. 백화점은 10층 한 개 건물 매출이 5~6,000억인데 비해 면세점은 롯데나 신라의 시내점의 경우 2~3개 층에서 발생하는 매출이 2조원이 넘는다. 백화점 한 개 점포 Capex가 해당 점포의 1년 매출과 유사하므로, ROIC는 대략 10% 정도 된다. 동일한 개념으로 시내면세점의 ROIC를 구해보면 15% 가까이 나온다. 즉, 투자자본대비 수익률은 면세점이 훨씬 높은 것이다.

[면세점의 고객구조]

타이공이란 한국에서 물건을 대량 구매해 중국에서 판매하는 보따리상을 의미한다. 타이공은 한국 화장품과 홍삼, 밥솔 등의 상품을 대량으로 구매하고 중국으로 돌아가 온라인으로 판매하거나 소규모 판매상인 '웨이상'에게 넘긴다. 이들이 중국에서 남기는 마진은 대략 20% 안팎인 것으로 알려졌다. 롯데, 신라, 신세계 등 국내 3대 면세점의 전체 매출 중 타이공 비중은 약 70~80%에 이르렀다. 이들 중 소형 개인 타이공과 기업형 타이공이 존재한다. 소형 개인 타이공은 여행자를 가장(또는 아르바이트로 여행자 이용)해 면세점에서 제품을 구입한 후 공항이나 항구 입국장을 통해 중국으로 들어간다. 중국의 면세한도는 1,300달러 정도 되지만, 화장품에 대해서는 그렇게 엄격하지 않으며 1인당 면세점 객단가는 2,000달러 정도다. 기업형 타이공은 한국에 사업자등록을 하고 사업체를 통해 B2B로 제품을 매입을 한 후 중국(또는 홍콩)으로 수출한다.

1)-2 호텔&레저 산업

[정의와 특성]

호텔 및 레저 산업은 외국인 관광객 및 내국인을 대상으로 숙박, 식음, 연회 등의 서비스를 제공하는 산업으로서, 높은 고용효과를 토대로 지역산업 활성화에 기여하는 특성이 있는 자본집약적 산업이다. 호텔은 입지가 매우 중요하며 주요 이용자의 접근성이 우수해야 운영이 잘 이루어진다. 또한 입지에 맞는 콘셉트로 개발하는 것도 중요하다.

호텔은 인적 서비스의 수준이 고객 만족을 결정하는 중요 요인이므로, 서비스 유형별로 숙련된 종업원을 통해 양질의 서비스를 제공하는 것이 중요하다. 또한, 호텔에는 로비, 객실, 복도, 레스토랑 등 다양한 장소가 있기 때문에 장소와 상황에 따라 적절한 서비스를 제공할 수 있어야 한다. 따라서 호텔 부서 간 상호적으로 협조가 중요하다. 실제로 메리어트, 힐튼 등 글로벌 브랜드들은 운영 노하우를 가지고 이를 매뉴얼화해서 호텔 브랜드별로 일정한 수준의 서비스를 제공하고 있다. 또한, 여름 성수기에는 관광객이 몰리며, 겨울 비수기에는 관광객이 급격히 줄어들며 주중과 주말의 편차도 매우 크다.

[수익구조]

호텔 투숙 수익 구조를 확인하기 위해서 확인하는 지표는 OCC, ADR이다.

$$OCC = (\text{판매된 객실 수} / \text{판매 가능 객실 수}) \times 100$$

OCC란 Occupancy로 객실 점유율을 뜻한다. 얼마나 많은 객실이 판매되었는지를 측정하는 것으로 판매된 객실 수를 판매 가능한 객실 수로 나누어 100을 곱하여 측정한다. OCC가 높을수록 객실을 많이 판매한 것을 뜻하며 100%에 가까울수록 긍정적인 지표로 해석된다.

$$ADR = \text{객실 수익} / \text{판매된 객실 수}$$

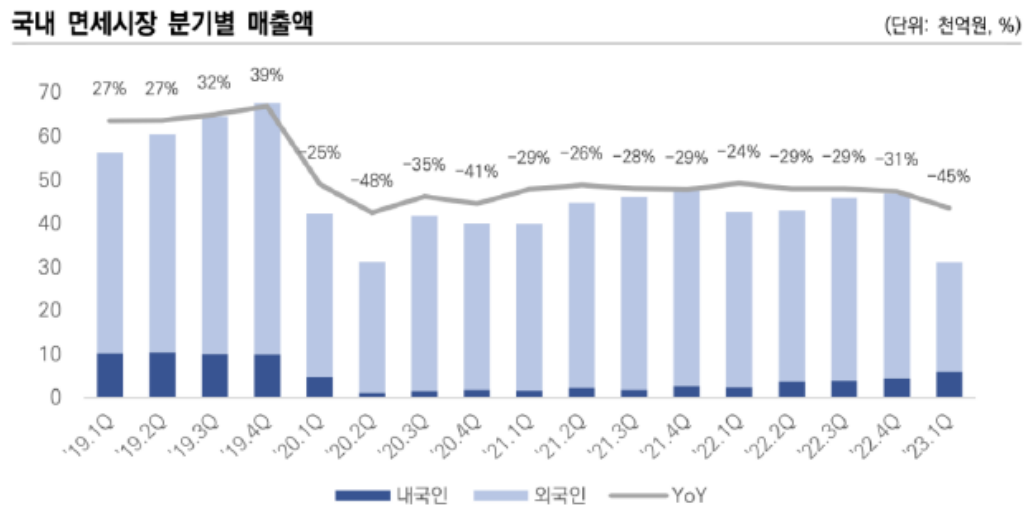
ADR 이란 Average Daily Rate으로 객단가를 의미한다. 즉 판매된 객실 평균 요금을 뜻하며 일정 기간 동안 판매된 객실 수익을 총 판매된 객실 수로 나눈 값이다. 만약 호텔에서 한 달 수입이 총 1억 5천이고 한 달간 판매된 객실 수가 1000개라면 ADR은 15만 원이 된다. ADR은 호텔 산업에서 일반적으로 사용되는 성과 측정 지표로 ADR이 높으면 해당 호텔이 높은 가격을 받고 판매할 수 있는 경쟁력이 있는 것으로 해석된다.

2) 산업 전망

2)-1 TR 산업 전망

[면세점거래액]

그림 2) 국내 면세시장 분기별 매출액



주) 2021년 이후 증감률은 2019년 동분기 대비 증감률

자료: 한국면세점협회

출처: 한국면세점협회

면세점 거래액은 곧 면세점 매출액으로 직결되는데 면세점 매출액 추이는 위 표에서 확인할 수 있다. 코로나 팬데믹 이전까지 7조원 규모에 육박했던 면세업은 팬데믹 이후 48%가량 축소했다. 포스트 코로나 시대로 접어들면서 코로나 이전 매출의 70%를 회복했음을 확인할 수 있다.

[알선 수수료]

면세업의 주요 고객에 해당되는 타이공에게 지불하는 알선 수수료는 송객 수수료율로 확인이 가능하다. 코로나19 때문에 높은 수수료에도 타이공이 유일한 매출처여서 타이공의 협상력이 커졌었다. 타이공은 일종의 알선수수료인 송객수수료를 높게 요구했다. 높은 수수료가 기업에게는 부담으로 작용하였으나, 엔데믹으로 타이공 외에 일반 여행객수가 회복되면서 호텔신라의 협상력이 상승하며 송객수수료 정상화가 시작되었다. 올해 상반기까지 40%에 육박했던 알선수수료는 하반기에 접어들며 30% 선으로 하락하고 있다. 수수료 인하에 응하지 않는 여행 타이공 때문에 매출액 자체는 감소했으나 송객수수료가 하락하면서 오히려 영업이익은 증가했다.

[외국인 객단가 및 외국인 방문자 수]

코로나 이후 중국인 관광객의 증가 추이 및 전망이 가장 중요하다. 면세점 입장에서 단체관광(GT: Group Tour)과 자유여행(FIT: Free Independent Tour)의 가장 큰 차이는 관광객의 집객 효율성이다. 단체관광은 20~30대 보다 40~50대의 비중이 높고, 여행 코스에 면세점 투어를 넣어 관광객들이 자연스럽게 면세점에서 쇼핑을 할 수 있게 해준다. 따라서, GT는 상대적으로 구매력과 면세점 구매로 연결되는 전환율이 높기 때문에, FIT 대비 객단가가 높을 수밖에 없다. 면세업계에 따르면 중국 단체관광객의 객단가는 600~700달러 수준으로 상대적으로 높은 편이다. 중국 관광객이 연 100만명 정도(월 8.3만명) 추가 입국할 때마다 한국 면세점의 연간 시장규모가 8~9천억원 정도 증가할 수 있는 셈이다. 2016년(한한령 이전)과 2019년의 중국인 입국자는 각각 807만명, 602만명 이었고, 2023년 7월 기준 연 환산 중국인 입국자 수가 287만명 수준으로 추산된다.

2)-2 호텔&레저 산업 전망

그림 3) 서울 관광호텔 객실평균요금(ADR)

차트 3: 서울 관광호텔 객실평균요금(ADR), 2008 - Q3/2022

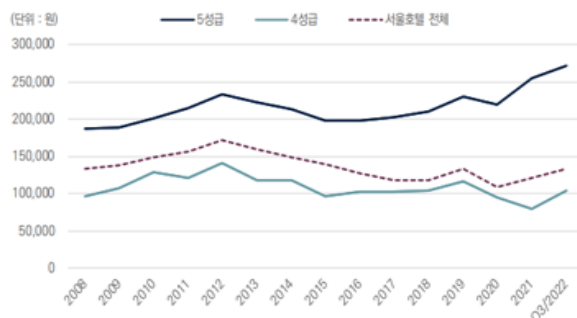
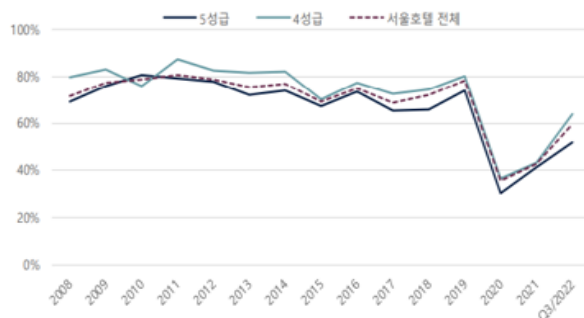


그림 4) 서울 관광호텔 객실 이용률(OCC)

차트 4: 서울 관광호텔 객실 이용률(OCC), 2008 - Q3/2022



출처: 문화체육관광부, 한국호텔협회, 스타일로프트

출처: 문화체육관광부, 한국호텔협회, 스타일로프트

2022년 3분기까지 집계된 서울 관광 호텔의 객실 이용률(OCC)은 59.5%로 2021년 대비 16.7%p 상승하였으며 객실평균요금(ADR)은 13.4만원으로 2021년 대비 11.1% 증가하였다. 다양한 부대시설을 보유한 5성급 호텔의 경우, Covid 19 시기 해외여행이 제한됨에 따라 국내 여행 수요가 몰렸고 외국인 투숙객의 비율이 빠르게 증가하며 외국인 수요도 추가되었던 것으로 추정된다. 따라서, 엔데믹으로 국가 간 여행 및 출장이 더욱 활발해지면 5성급 호텔의 수요는 더욱 견고한 상승세를 이어갈 것으로 판단된다. 4성급 호텔의 경우 객실 이용률(OCC)은 회복세에 있으나 주요 수요층 중 하나인 중국 관광객의 유입이 회복되지 않아 객실평균요금(ADR)은 아직 코로나19 이전의 수준을 하회하고 있어 4성급 호텔의 실적은 중국으로부터의 방문객 유입 재개 여부에 좌우될 것으로 예상된다. 2022년 호텔 거래규모는 약 2.3조원으로 4분기에 거래가 없었음에도 2021년 대비 소폭 상승하였다.

3) 경쟁현황

[TR부문]

코로나19로 2020년 운영을 중단했던 시내·공항 면세점들이 2022년부터 본격적으로 운영을 재개했다. 인천공항공사가 올해 진행한 신규 면세사업자 입찰에서 호텔신라와 신세계DF, 현대백화점면세점이 선정됐다. 롯데면세점은 인천공항면세점 사업권을 반납하고, 시내면세점과 온라인면세점에 주력한다는 계획이다.

그림 5) 롯데, 신라, 신세계, 현대 22년 하반기 실적과 23년 상반기 실적

면세점	2023년 상반기		2022년 하반기	
	매출	영업이익(손실)	매출	영업이익(손실)
롯데면세점	1조5,042억	416억	2조4,511억	(892억)
신라면세점	1조3,214억	642억	1조9914억	244억
신세계면세점	9,973억	645억	1조1,859억	266억
현대백화점면세점	5,262억	(165억)	9,946억	(277억)

출처: 다트에 공시된 각 사 반기보고서 연결재무제표 기준

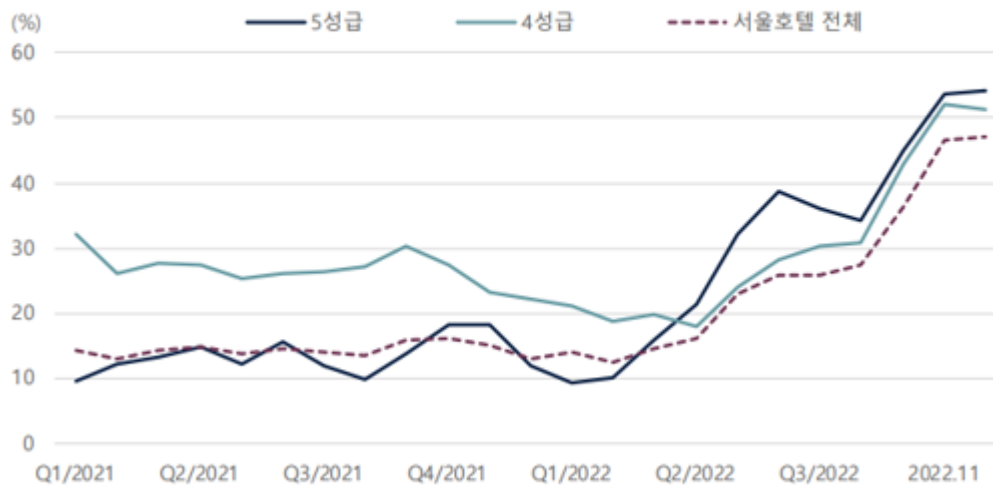
롯데면세점은 김포공항과 김해공항, 제주공항에서 공항 면세점을, 시내 면세점인 명동 본점과 월드타워점, 부산점, 제주점을 운영 중이다. 코엑스점은 지난해 폐점했다. 신라면세점은 인천공항과 김포공항을 비롯해 서울점과 제주점을 운영하고 있다. 신세계면세점은 인천공항과 명동점, 부산점에서, 현대백화점면세점은 인천공항과 무역점 및 동대문점에서 여행객을 맞이하고 있다. 이밖에 신라아이파크 면세점은 용산점을 운영 중이다. 한국면세협회에 따르면 올해 7월말 기준 공항과 시내, 외교관 면세점을 포함해 총 52개의 면세점이 운영되고 있다. 롯데면세점의 올 상반기 매출액은 1조5,042억원이며, 영업이익은 416억원이다. 지난해와 비교해 매출은 38.6% 줄었지만, 영업이익은 적자(-892억원)에서 흑자로 전환됐다. 신라면세점의 상반기 매출액은 전년동기대비 33.6% 감소한 1조3,214억원이지만, 영업이익은 162.3% 증가한 642억원을 기록했다. 신세계면세점의 매출액은 9,973억원, 영업이익은 645억원을 기록했는데, 영업이익의 경우 전년대비 142.8% 성장했다. 현대백화점면세점의 매출액은 5,262억원, 영업 손실은 165억원으로 전년동기대비 112억원 감소했다.

[호텔&레저 부문]

지속적으로 증가하던 방한 외래관광객 수는 2019년 1,750만명으로 최대를 기록한 이후 Covid 19의 영향으로 2020년, 2021년 각각 약 251만명, 97만명으로 급감하는 모습을 보였다. 2022년의 방한 외래관광객 수는 약 320만명으로 Covid 19 첫해인 2020년에 비하여 상승하였으나 2019년의 18%에 불과하다. 2019년까지 단일국가 기준 가장 많은 방문객(총 방한 외래관광객 수의 32%, 2019년 기준)을 기록하였던 중국에서의 방문객 비중이 Covid 19 기간을 지나며 7% 수준으로 급감하였고 2022년 10월부터 무비자 여행이 재개된 일본에서의 방문객수(총 방한 외래관광객 수의 9%)가 중국인 방문객수와 비슷한 수준을 보였다.

그림 6) 등급별 외국인 이용비율

차트 2: 등급별 외국인 이용비율, 2021.01 — 2022.11



출처: 한국호텔업협회, 스타일로프트

한국관광협회중앙회에서 제공한 자료에 의하면 현재 2023년 호텔신라의 경쟁사로 분류될 수 있는 5성급 호텔의 개수는 전국에 67개이며 이 중 31개는 서울지역에 위치해 있다. 이 외에는 경인지역에 9개, 영남지역에 13개, 제주도에 14개 등으로 추산되고 있다. 2020년부터 2022년까지 3년 동안 폐업으로 감소한 호텔 객실수는 5성급 약 2,700실, 4성급 약 720실이었고 반면에 신규로 공급된 객실 수는 5성급 2,670 실, 4성급 1,950실로 5성급의 순공급은 30실 감소, 4성급의 순공급은 1,250실 증가하였다. 특히 같은 기간 4, 5성급 호텔 신규 공급은, 객실 수 기준으로 글로벌 브랜드가 약 74%를 차지하였다. 5성급의 경우에는 르메르디앙 강남, 밀레니엄 힐튼 서울, 쉐라톤 서울 디큐브시티 등 용도 전환을 위한 폐점 사례들이 관측되며 순공급량은 소폭 감소하였다.

Ⅲ. 기업 주요 사항

1) 사업

1)-1 사업 분야

호텔 신라는 면세유통(TR)부문, 호텔&레저 부문을 영위하고 있다. 면세유통 부문은 국가로부터 관련 사업권을 취득하여 외국인 방문객 및 내국인 해외출국자를 대상으로 외국의 유명 브랜드 상품 및 토산품을 주요 제품으로 판매하고 있다. 주요 판매 품목은 화장품, 가방, 시계, 액세서리, 신발, 의류, 건강식품 등이 있다. 호텔&레저 부문의 호텔 부문은 외국인 관광객 및 내국인을 대상으로 숙박, 식음, 연회 등 서비스를 제공하고 있으며 럭셔리 호텔인 서울호텔, 제주호텔, 업 스케일 브랜드인 신라모노그램과 업 스케일(Upscale) 호텔인 신라스테이를 영위하고 있다. 레저 부문은 레포트 및 여행사업을 운영하고 있다. 레포트는 실내 체련장 및 기업 내 휘트니스 클럽을 위탁 운영하며, 여행사업은 기업 비즈니스 여행 관련 호텔, 항공권 등의 예약을 대행해주는 사업이다.

1)-2 제품 분야

그림 1) 호텔신라 TR 부문과 호텔&레저 부문 제품분야

BUSINESS PORTFOLIO

TR(Travel Retail) 부문	호텔&레저 부문
	
서울 면세점	서울호텔
온라인 면세점	제주호텔
제주 면세점	신라스테이 (임차, 위탁운영)
인천공항 면세점	신라모노그램 (위탁운영)
김포공항 면세점	거제삼성호텔 (위탁운영)
싱가폴 창이공항 면세점	여행사업 (BTM)
홍콩 첵랍콕공항 면세점	CFC (Corporate Fitness Center)
신라아이파크 면세점	레포트사업
마카오공항 면세점	

출처: 호텔신라 IR 보고서

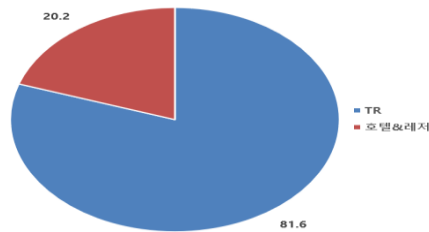
호텔신라의 TR은 한국 지점으로 서울점, 인천공항점, 김포공항점 등을 보유하고 있으며 글로벌 지점으로 창이공항, 홍콩, 마카오공항점을 보유하고 있다. 추가적으로 인터넷 면세점도 영위하고 있다. 호텔은 국내 럭셔리 호텔인 서울신라호텔, 제주신라호텔을 보유하고 있으며 해외 호텔인 신라모노그램과 국내 업 스케일 호텔인 신라스테이를 위탁 운영하고 있다. 23년 기준으로 TR부문에서는 인천공항 면세점의 실적이 가장 좋으며, 호텔&레저 부문에서는 서울신라호텔의 실적이 가장 높다.

2) 매출 실적

2)-1 제품별, 지역별, 매출 현황

2-1-a 매출 비중

그림 2) 호텔신라 매출 비중



출처: DART 참고하여 재구성

호텔신라의 매출은 23년 6월 기준 TR이 81.6%, 호텔&레저 산업이 20.2%로 실제 호텔신라 매출의 대부분은 TR부문이 차지하고 있다. (연결조정기준 -1.8% 로 전사 매출 100%)

2)-1-b 지역별 매출 실적

그림 3) 호텔신라 TR 지역별 매출액

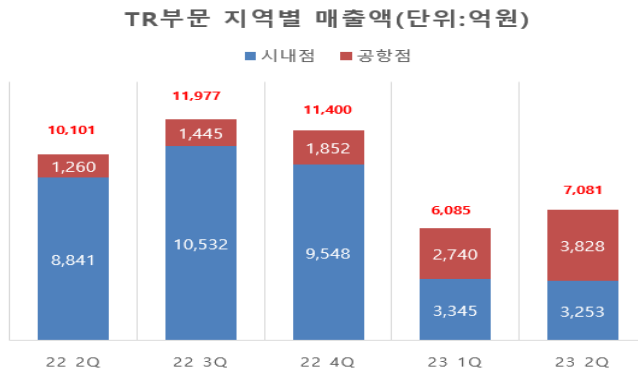
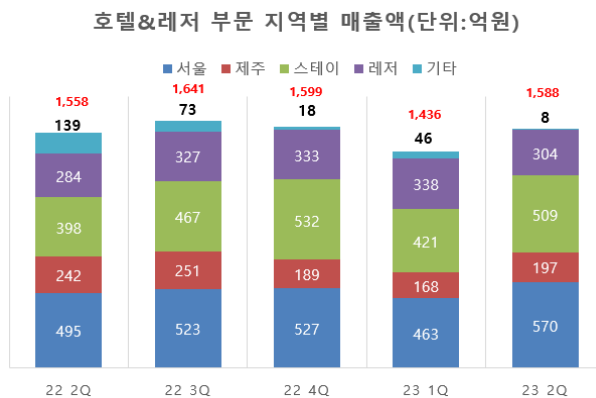


그림 5) 호텔신라 호텔&레저 지역별 매출액



출처: 호텔신라 IR 보고서 참고하여 재구성

그림 4) TR부문 영업이익

TR부문 영업이익(단위:억원)

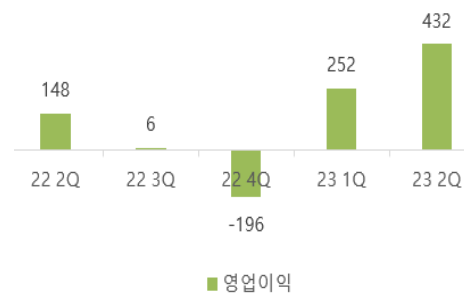
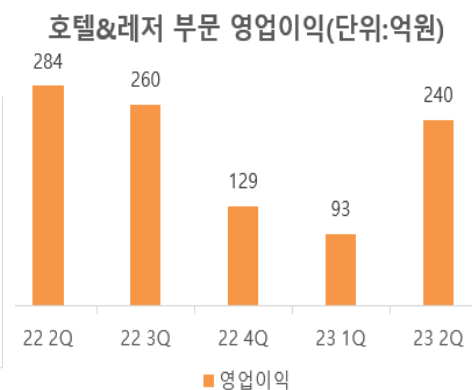


그림 6) 호텔&레저 부문 영업이익



TR은 시내점과 공항점으로 나누어 실적을 계산했으며, 호텔&레저는 서울신라호텔, 제주신라호텔, 신라스테이, 레저, 기타로 나누어 계산했다. 호텔신라 IR에 따르면, 올해 1분기 전체 매출은 7,521억원(-31% YoY)이지만 영업이익은 345억원(+128%, YoY)을 기록했다. 이 중 TR사업 부문에서 매출액은 6,085억원(-38%, YoY), 영업이익은 252억원(+98%, YoY)을 기록했다. 매출이 감소했지만 영업이익이 증가하는 실적을 거둔 것인데, 이에 대해 수익성 강화에 초점에 맞추고 시내 면세점보다 인천공항 등에 입점한 점포에 힘을 기울인 것이 원인으로 분석되고 있다. 매출 감소에도 불구하고 영업이익이 증가했다는 점을 감안하면 그만큼 비용을 절감했다는 의미인데, 코로나19 이후 호텔신라 측에서 비용절감을 위해 21년에 일본 도쿄에 위치했던 A&S다카시마야듀티프리, 22년에 대만법인(Shilla Travel Retail Taiwan)을 청산한 영향인 것으로 분석된다. 올해 1분기 실적에서도 국내 시내점 매출은 전년동기 대비 63% 감소했으나 공항점 매출은 235%가 증가한 것을 확인해봤을 때 시내면세점 운영에 따른 비용 부담이 컸던 것으로 보이며, 해외 시내점 일부 철수가 유효하게 작용한 것으로 보인다. 호텔&레저 사업 부문 1분기 매출액은 1,436억원(+24%, YoY)이고 영업이익은 93억원(+288%, YoY)이다. 호텔&레저 산업에서 높은 매출액과 영업이익을 기록했는데, 엔데믹의 영향을 받아 관광의 활성화가 영향을 미친 것으로 분석된다.

올해 2분기 전체 매출 역시 8,669억원(-26% YoY)이지만, 영업이익 672억원(+56% YoY)을 기록하였다. TR 부문에서 매출액은 7,081억원(-30% YoY), 영업이익은 432억원(+192% YoY)을 기록했다. 세부적으로 국내 시내점 매출은 전년 동기 대비 63% 감소하고 공항점 매출은 204% 증가했다. 1분기와 마찬가지로 시내점의 실적보다는 공항점의 실적이 높은 양상을 보이고 있다. 호텔&레저부문 또한 2분기에 들어서면서 좋은 실적을 이어가고 있다. 매출액은 1,588억원(+2%, YoY)이었으나 영업이익은 240억원(-15%, YoY)을 기록했다. 영업이익이 전년 동기 대비 줄어든 수치이긴 하지만 1분기 영업이익인 93억원과 비교하면 158%가 증가한 수치이다.

2)-2 매출 경로

TR 사업 부문에서 내방 고객 판매와 여행사 및 프리랜서, 판매사원, 인터넷, 모바일 쇼핑물 등을 통한 판촉을 통해 매출이 이루어지고 있다. 호텔&레저 사업 부문에서는 고객의 직접적인 예약, 여행사를 통한 예약, 해외 사무소나 해외 예약망(LHW)를 통한 예약을 통해 매출이 이루어지고 있다.

2)-3 최근 5개년 매출액, 영업이익

그림 7) 호텔신라 5개년 연간 실적



출처: 비즈니스 위치, 호텔신라

2018년과 2019년에 높은 매출액과 영업이익을 기록했으나 2020년 코로나19로 인해 매출액과 영업이익에 큰 타격을 입었다. 호텔신라는 2022년 연결기준 영업이익 783억원을 거두었는데 이는 2021년 대비 34.1%나 감소한 수치이다. 이는 2022년에 면세사업의 고전이 이어지고 타이공 유치 경쟁 격화로 알선수수료가 크게 오른 영향이 큰 것이 원인으로 분석된다. 특히 2022년 4분기가 22년 전체 실적 하락의 주요한 원인이었다. 이에 대해 호텔신라 관계자는 4분기 환율이 1400원대에서 1200원대로 하락하면서 면세점 매출의 면세 원가율이 증가했기 때문이라고 설명했다. 호텔신라는 지난해 4분기 영업손실 67억원을 기록하여 250억원을 기록했던 전년 동기의 대비 적자 전환했다. 사업 부문별로는 살펴보면 면세 매출이 1조1400억원(+13%, YoY)을 기록했다. 반면 지난해 4분기 호텔·레저 부문은 매출은 1599억원(+31% YoY), 같은 기간 영업이익도 129억원(+579%, YoY)을 기록했다. 특히 영업이익은 전년 동기 대비 579%나 증가하였는데, 이는 연간 사상 최대 실적이며 엔데믹 본격화가 결정적으로 작용한 결과로 분석된다.

3) 지배 구조와 최근 이슈

3)-1 주주 현황 및 지분율

그림 8) 호텔신라 주주 현황

(기준일 : 2023년 06월 30일)			(단위 : 주, %)				
성명	관계	주식의 종류	소유주식수 및 지분율				비고
			기 초		기 말		
			주식수	지분율	주식수	지분율	
삼성생명	최대주주 본인	보통주	2,865,158	7.3	2,865,158	7.3	-
삼성생명 (고객계정)	최대주주 본인	보통주	86,135	0.2	52,677	0.1	고객계정변동
삼성전자	특수관계인	보통주	2,004,717	5.1	2,004,717	5.1	-
삼성증권	특수관계인	보통주	1,200,000	3.1	1,200,000	3.1	-
삼성카드	특수관계인	보통주	524,863	1.3	524,863	1.3	-
삼성SDI	특수관계인	보통주	29,316	0.1	29,316	0.1	-
계		-	6,710,189	17.1	6,676,731	17.0	-
		-	-	-	-	-	-

주1) 기초는 2022년 12월 31일, 기말은 2023년 6월 30일임.

출처 : 호텔신라 DART

호텔신라의 주주는 국민연금공단, 삼성생명 등이 있으며 특수관계인으로 삼성전자, 삼성증권, 삼성카드, 삼성 SDI 등이 있다.

3)-2 최대 주주 및 기업 지배구조

그림 9) 호텔신라 최대주주

2) 최대주주의 기본정보

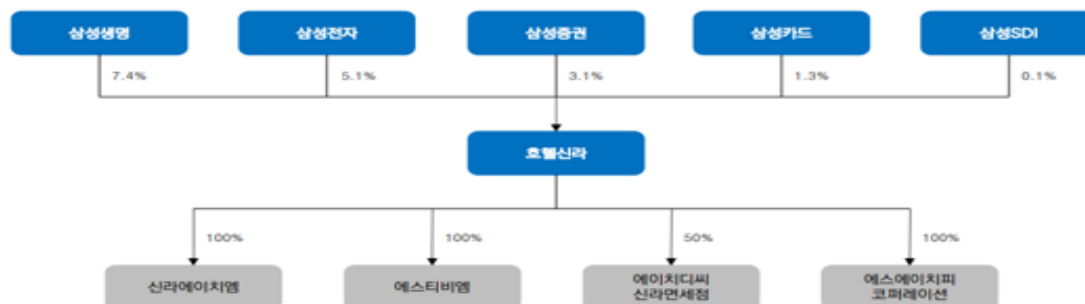
명 칭	출자자수 (명)	대표이사 (대표조함원)		업무집행자 (업무집행조함원)		최대주주 (최대출자자)	
		성명	지분(%)	성명	지분(%)	성명	지분(%)
삼성생명 보험주식회사	100,800	전영목	0.0	-	-	삼성물산(주)	19.34
		-	-	-	-	-	-

※출자자수는 2022년말 보통주 기준 전체 주주수이며
최대주주 지분(%)은 최대주주 본인의 보통주 기준 지분을입니다.

출처: 호텔신라 DART

호텔신라의 최대주주는 삼성생명보험주식회사이며, 23년 6월 30일 기준 현재 동사의 최대주주와 그 특수관계인은 90,600,965주(45.29%)를 보유하고 있다.

그림 10) 호텔신라 지배구조



출처: Dart, 유안타증권 리서치센터

3)-3 최근 이슈: 인천공항 임차료 구조 변경

올해부터 인천공항 임차료 구조가 과거 '고정 최소보장액' 형태에서 '여객 당 임대료'로 변경되었다. 이는 공항 여객 수에 사업자가 제안한 여객 당 단가를 곱해 산정하는 방식으로, 임대료를 고정된 금액이 아닌 여객 수에 비례하여 산정하는 것이다. 이에 따라 과거 실적에 부담으로 작용했던 인천공항점 손실이 사라지면서 면세점의 수익성 제고가 기대된다. 과거 호텔신라 기준으로 인천공항 매출은 8,000억원 규모에 3,500억원 정도의 공항 임차료를 지불하여, 임차료로 매출의 40%가량을 지출했다. 여기에 기타 판관비 비출을 포함하면 영업이익률은 -5%로 역마진 구조였는데 이와 같은 업계의 불만을 반영하여 여객당 임대료 방식으로 전환하였다. 2019년 여객 수 수준으로 정상화되고 공항점 매출규모는 1조원 수준까지 증가한다면, 임대료는 대략 매출의 35% 내외 수준이 될 것으로 예상된다. 또한 신규 사업장 영업면적이 넓어진 것도 수익성 개선에 도움이 될 것으로 보인다. 인천공항은 지난2월부터 4월 말까지 코로나19 사태로 인해 3년간 연기됐던 인천공항 면세점 입찰을 마무리했다. 그 결과 신라면세점·신세계면세점·현대백화점면세점이 신규 사업자로 선정했다. 기존에 나뉘어 있던 15개의 사업권을 총 7개로 통합하면서 사업자당 운영하는 영업면적이 넓어졌다.

그림 11) 국내 면세시장 분기별 매출액

4)-2 주요 재무 지표

그림 13) 호텔신라 주요 재무지표

주요재무정보	분기						
	2022/06 (IFRS연결)	2022/09 (IFRS연결)	2022/12 (IFRS연결)	2023/03 (IFRS연결)	2023/06 (IFRS연결)	2023/09(E) (IFRS연결)	2023/12(E) (IFRS연결)
영업활동현금흐름	366	1,248	40	899	234		
투자활동현금흐름	-219	-159	-261	-151	-2,049		
재무활동현금흐름	189	-237	674	1,186	-3,329		
CAPEX	132	149	162	171	102		

출처: Fnguide

22년 2분기부터 영업활동현금흐름은 플러스를 기록하고 있으며, 투자활동현금흐름은 마이너스를 기록하고 있다. 이는 사업을 통해 현금이 잘 들어오고 있으며, 공격적으로 투자하고 있다는 의미이다. 동사는 사업 확장을 지속하고 있기 때문에, 투자활동현금흐름에서 지속적으로 마이너스를 기록하고 있는 것으로 분석된다. 재무활동현금흐름의 경우, 22년 4분기와 23년 1분기에 플러스를 기록했으나 23년 2분기에 다시 마이너스를 기록하였다. 재무활동현금흐름이 마이너스는 빚을 갚았다는 것을 의미하므로, 23년 1분기에 비해 23년 2분기에 적극적인 채무 상황이 이루어진 것으로 추정된다

4)-3 재무제표 항목 분석

[수익성 재무지표]

그림 14) 호텔신라 ROE

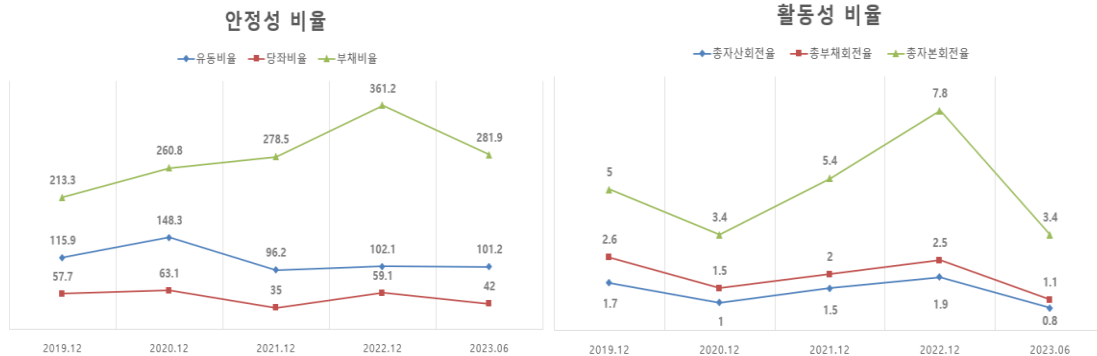


출처: 넘버스DB

ROE는 20년 4분기에 최저점을 기록한 후 다시 상승하는 추세였으나, 22년 4분기에 환율, 알선수 수료의 영향으로 TR 부문의 저조한 실적 기록으로 인해 다시 감소했다. 그러나 23년 1분기를 기점으로 다시 상승하는 추세를 보이고 있다.

[안정성, 활동성 재무지표]

그림 15) 호텔신라 안정성, 활동성 비율



출처: Fnguide 참고해서 재구성

부채 비율이 지속적으로 상승하고 있는데, 이에 대한 원인으로는 공격적인 사업 확장이 원인으로 분석된다. 실제로 20년 코로나 이전부터 동사는 지속적으로 사업을 확장해 오고 있었는데 거기에 코로나19가 겹치게 되면서 영업적자가 이어지는 상황 속에서 운전자본 부담을 매꾸기 위해 단기 차입과 사채 발행을 늘린 탓에 부채비율이 더욱 증가하게 되었다. 이에 따라 동사는 위탁운영 확대를 통해 수익성을 높여 궁극적으로 재무 레버리지 지표를 개선할 계획을 가지고 있다. 또한 22년 12월~23년 6월 사이에 총자본회전율이 하락하였으나, 23년 상반기 실적만 반영된 수치이기 때문에 이후 하반기 실적까지 반영된 전체 총자본회전율이 집계된다면 다시 회복될 것으로 추정된다.

[성장성 재무지표]

그림 16) 호텔신라 성장성비율

IFRS(별도)	2019/12	2020/12	2021/12	2022/12	2023/06
성장성비율					
매출액증가율	25.4	-38.4	20.1	26.3	-53.7
판매비와관리비증가율	24.5	-30.2	10.0	28.6	-55.2
영업이익증가율	40.2			-60.2	22.4
EBITDA증가율	70.7			-35.0	12.1
EPS증가율	45.5				464.5

출처: Fnguide

올해 6월까지 집계했을 때 매출액증가율과 판매비 증가율은 전년 대비 마이너스를 기록했으나 영업이익증가율과 EBITDA증가율은 마이너스에서 올해 6월 기준 흑자전환 하였다. 매출액비율이 감소한데 반해 영업이익은 증가한 추세인데, 이에 대한 해석으로는 송객 수수료의 감소가 원인으로 꼽히고 있다. 실제로 송객 수수료가 줄면서 타이공도 같이 줄어 매출은 감소했다. 이는 호텔신라 뿐만 아니라 면세점 산업 전반에 영향을 준 것으로 보이는데, 각 사 발표에 따르면 롯데·신라·신세 계면세점 3사의 23년 1분기 매출 총액은 약 1조 8739억원으로 이는 전년 동기 2조 9970억원 대비 37% 감소한 수치이다.

4)-4 동종업계 실적 비교

호텔신라의 TR부문이 경쟁사 대비 가지는 강점은 중국 단체 관광객들에게 높은 점유율을 보이고 있다는 점이다. 중국 단체 관광객은 방한 시 평균 2~3개의 면세점을 찾는데 80% 이상의 여행상품에서 신라면세점을 방문 장소로 표시할 정도로 호텔신라에 대한 인지도와 선호도가 뚜렷하다.

[호텔롯데]

그림 17) 호텔롯데 주요 재무지표

구 분	K-IFRS(연결)					
	2019.12	2020.12	2021.12	2022.12	2022.03	2023.03
매출액(억원)	73,965	38,445	45,967	64,950	14,709	11,034
영업이익(억원)	3,183	-4,976	-2,611	-799	-1,244	357
EBITDA¹(억원)	9,529	191	1,769	3,196	-247	1,309
자산총계(억원)	198,801	188,312	180,186	187,961	183,069	185,447
총차입금(억원)	79,727	92,087	88,951	92,582	90,823	91,351
영업이익률(%)	4.3	-12.9	-5.7	-1.2	-8.5	3.2
EBITDA/매출액(%)	12.9	0.5	3.8	4.9	-1.7	11.9
EBITDA/이자비용²(배)	3.8	0.1	0.7	1.1	N/A	1.4
총차입금/EBITDA²(배)	8.4	480.9	50.3	29.0	N/A	17.4
부채비율(%)	130.9	176.0	180.5	171.1	181.4	166.4
차입금의존도(%)	40.1	48.9	49.4	49.3	49.6	49.3

주1) EBITDA = 영업이익 + 감가상각비 + 대손상각비(판매관리비) + 퇴직급여충당금전입액

2) 배수 값이 음수인 경우, N/A 표기

출처: 한국신용평가

그림 18) 호텔롯데 영업이익률 및 부채비율

호텔롯데 Key Monitoring Indicators - 연결기준						(단위: %)
구분	2020.12	2021.12	2022.12	2023.03	상향가능성	하향가능성
영업이익률(%)	-12.9	-5.7	-1.2	3.2	3 이상	-
부채비율(%)	176.0	180.5	171.1	166.4	-	250 초과

출처: 한국신용평가

호텔롯데는 22년 연간 실적 6억 4950억원을 기록하였으며, 호텔신라가 4조 9220억원을 기록한 것에 비해 더 높은 실적을 보이고 있다. 또한 23년 1분기 부채비율 역시 166%로 호텔신라에 비해 낮은 부채비율을 유지하고 있다. 그러나 현재 호텔롯데는 호텔&레저에서 적자를 해소해야 하는 상황이다. 2022년에는 국내 관광 수요 증가에 힘입어 영업이익 179억원을 달성하여 흑자 전환했지만, 23년 1분기에는 -173억원으로 영업손실을 기록했는데 호텔신라가 23년 1분기 호텔&레저에서 영업이익 93억을 기록한 것과는 대비된다. 이는 호텔롯데는 호텔을 직접 보유하고 운영하고 고정비 부담이 호텔신라보다 큰 편이기 때문이다. 또한 호텔롯데의 기존 면세사업부 매출 중 인천국제공항 면세점 비중은 10% 정도로 추정되는데, 최근 인천국제공항에서 면세점 사업을 철수했기 때문에 면세사업부에서의 실적 공백을 만회해야 한다.

[신세계 DF]

그림 19) 신세계DF 주요 재무지표

구 분	K-IFRS(별도)				
	2018.12	2019.12	2020.12	2021.12	2022.12
매출액(억원)	17,866	28,130	16,035	26,142	33,668
영업이익(억원)	364	1,178	-427	878	142
EBITDA¹(억원)	619	4,802	2,766	3,868	2,163
자산총계(억원)	11,729	20,050	16,427	12,042	9,223
총차입금(억원)	5,060	15,105	11,940	7,550	4,777
영업이익률(%)	2.0	4.2	-2.7	3.4	0.4
EBITDA/매출액(%)	3.5	17.1	17.3	14.8	6.4
EBITDA/이자비용(배)	8.5	10.7	7.3	15.7	13.8
총차입금/EBITDA(배)	8.2	3.1	4.3	2.0	2.2
부채비율(%)	194.4	899.5	475.6	295.6	295.2
차입금의존도(%)	43.1	75.3	72.7	62.7	51.8

주1) EBITDA = 영업이익 + 감가상각비 + 대손상각비(판매관리비) + 퇴직급여충당금전입액
2) 2019년부터 K-IFRS 제1116호 '리스' 적용

출처: 한국신용평가

그림 20) 신세계DF 영업이익률 및 순차입금/EBITDA

신세계디에프 Key Monitoring Indicators - 별도기준						(단위: %, 배)
구 분	2019	2020	2021	2022	상향가능성	하향가능성
영업이익률(%)	4.2	-2.7	3.4	0.4	8 초과	5 미만
순차입금/EBITDA(배)	3.1	4.2	1.8	1.8	0.5 이하	-

출처: 한국신용평가

신세계DF는 22년 연간실적 3억 3668억원을 기록했으며 이는 호텔신라의 4조 9220억원에 비해 낮은 수치이다. 또한 신세계 IR에 따르면, 신세계DF의 23년 2분기 순매출은 4,851억원, 영업이익은 402억원을 기록했다. 1분기의 매출액 5,112억원, 영업이익 243억을 합친 총 누계액은 매출액은 9,963억원, 영업이익은 645억원을 기록했다. 호텔신라의 TR부문은 이에 비해 높은 영업이익률을 기록하고 있기에 매출 증가에 따른 수익성이 증가할 것으로 예상되고 있다. 다만, 신세계 영업이익에서 백화점과 센트럴시티가 차지하는 비중이 60%에 이른다는 점을 감안했을 때 신세계DF에 호텔신라만큼 고밸류를 적용하긴 어렵다.

IV. 투자 포인트

1. 올해 2분기 호실적(영업이익 YOY 56%증가)과 수익성

그림 1) 23년 2분기 영업실적

그림 2) 알선수수료 개선 현황

전사 영업실적 (2023년 2분기)

■ 매출 8,669억원으로 전년비 -26% 감소
 영업이익 672억원으로 전년비 56% 증가

	'22.2Q	'23.2Q	전년비	'23.1Q	전분기 비
매출	11,659	8,669	-26%	7,521	15%
TR	10,101	7,081	-30%	6,085	16%
호텔&레저	1,558	1,588	2%	1,436	11%
영업이익	432	672	56%	345	95%
TR	148	432	192%	252	71%
호텔&레저	284	240	-15%	93	158%
영업이익률	3.7%	7.8%	4.1%p	4.6%	3.2%p

■ 호텔신라 송객수수료 추이 (단위 : 억원, %)



출처: 호텔신라 IR보고서

출처: 금융감독원

호텔신라 면세유통사업 부문이 올해 2분기 매출 감소에도 영업이익을 3배가량 끌어올리며 '어닝 서프라이즈'를 이뤄냈다. 호텔신라의 작년 2분기 매출은 1조 1659억원이고, 올해 2분기 연결기준으로 매출은 8669억원으로 전년대비 -26% 감소했다. 그러나, 올해 영업이익이 2분기 기준 672억원으로(YOY 56% 증가) 굉장히 좋은 실적을 보여줬다. 이에 대한 원인은 ① 전분기 대비 소매 고객 15% 증가, ②페이백률(알선수수료)의 추가적인 개선, ③ 해외점 영업이익의 증가, ④ 인건비(상여 총당금 조정)의 50억원 감소이다. 세부적으로 TR부분의 영업이익은 432억원으로 전년대비 192% 증가하였다. 이는 코로나 이전인 18년도 영업이익을 뛰어넘는 수준이고, 올해 영업이익은 최고 영업이익을 보인 해인 19년도의 대략 85%까지 올라올 전망이다. 컨센션스 대비 매우 호실적을 보인 가장 큰 이유는 호텔신라는 대내외 환경 변화에 발빠르게 대응하고 면세 수요 변화에 신속하게 대응하여 영업효율을 극대화하였기 때문이다. 호텔신라의 주 수입원이었던 중국 보따리상(타이공) 의존도를 낮추고 내국인·외국인 개별관광객을 유치하는 전략이 유효했다. 호텔신라에 있어서 공항점을 주로 이용하는 내국인들과 외국인 개별 관광객(FIT)은 타이공에 비해 객단가는 낮지만, 별도의 송객수수료를 지불할 필요가 없어 영업이익률이 높다. 호텔신라는 지난해 하반기부터 내국인들과 외국인 개별 관광객들(FIT)을 대상으로 공격적인 프로모션을 단행하는 모습을 보여주었으며 핀테크·여행·식품업계와 제휴를 맺고, 경품 증정같은 이벤트도 진행했다. 또 올해 3월에는 등급 선정 기준을 낮추고 할인율은 높이는 등 멤버십 제도를 전면 개편하기도 했다. 이처럼 호텔신라는 타이공이나 유커에만 치우쳐 높은 의존도 전략을 펼치지 않고, FIT을 공략하여 좋은 성과를 이뤄냈기에 안정적인 영업이익을 확보할 수 있었다. 이러한 전략에 맞물려, 23년 2분기와 마찬가지로 하반기에도 해외 여행 증가세는 이어질 것으로 예상되며, 하반기에 면세점 해외 개별 여행객 매출 비중이 40%를 상회하면서 영업이익률이 전분기 대비 개선될 가능성이 있다.

2. 중국인 관광객 증대 및 낙수효과

호텔 신라 면세점의 매출 스윙 팩터는 외국인, 그 중에서도 객단가가 높은 중국인 관광객이다. 중국 단체관광 재개(8.10) 및 중국 내 반일 정서로 중국인 인바운드의 유입이 가시화되었다. 6년 5개월 만에 중국인의 한국 단체 관광이 허용되고 한 달이 지난 8월 중국 항공 노선 이용객이 사드(고고도미사일방어체계) 사태 이전의 절반 수준으로 회복되면서 면세 및 호텔 업계의 기대감이 높아지고 있다. 19일 국토교통부 항공 통계에 따르면 지난달 한국과 중국을 오간 항공노선 이용객 수는 93만 1272명이다. 사드 사태 발발 이전인 2016년 8월(206만7155명)의 45% 선이다. 지난해(4만3675명)와 비교하면 21배가 넘는 수준이다. 이에 발 맞추어, 호텔 신라는 8월, 중국 단체 관광객 유치에 위한 전략으로 중국 단체여행 관계자를 초청해 다양한 행사에 총력을 기울였다. 실제로 올해 8월 이후 중국 트릭 닷컴 내 방한 여행 상품 급격히 증가 중이며, 국경절에 유입되는 유커들, 중소형 타이공의 GT(group tour)의 소비가 4분기 실적에 긍정적인 영향을 줄 전망이다. 2000억 달러(원화기준 267조6000억원) 중국인 단체 관광 시장이 형성될 경우, 대한민국은 4%(출국자 수 기준)인 9조4000억원 시장이 조성될 것으로 전망된다. 이 중 30%를 쇼핑 비용이라고 가정하였을 때, 호텔신라 점유율 30%로 계산한 단체관광객 매출액은 1조원이 전망된다.

그림 3) 월별 중국인 인천공항 여객도착수 추이 그림

그림 4) 중국인 입국자수

[그림1] 월별 중국인 인천공항 여객도착수 추이

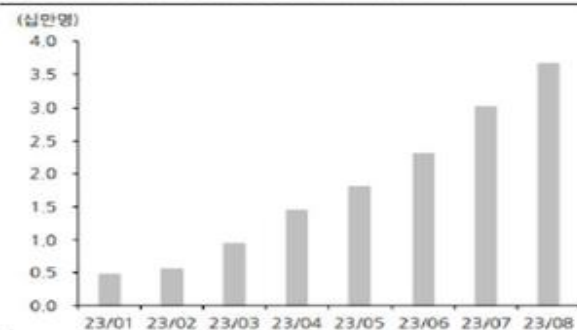


도표 10. 중국인 입국자수



출처: 인천국제공항, 한화투자증권 리서치센터

출처: 한국관광공사, 하나증권

또한 후쿠시마 방류로 인한 중국 내 반일 감정의 격화로 낙수 효과가 기대된다. 중국 관광객들은 아시아권 중 한국과 일본 인바운드 관광객 비중이 매우 높은 편이다. 이러한 상황 하에서 중국 정부는 일본 방류수에 부정적 스탠스를 보이며, 중국인들 또한 현재 일본 소비재 보이콧 중이며, 일본 여행 상품들 예약한 중국인들이 취소하는 모습을 보이고 있다. 중국 다렌시의 여행사에 따르면 국경절 연후에 일본 여행을 신청한 사람의 30% 취소하였다. 중국정부에서 일본으로 단체관광을 허용하였지만, 7월 대비 6.6% 포인트 증가에 그쳤다. 중국 내 반일 감정은 생각보다 더 고조화 되어있기 때문에 아시아권 여행의 선택지에서 일본을 굳이 택할 이유는 없어 보이며, 이에 대한 낙수효과로 한국이 수혜를 볼 수 있다. 호텔신라는 3사 중 면세 매출 비중이 가장 높고, 유커가 집중된 지역에 면세점을 보유하고 있기에 높은 실적을 기록할 것으로 기대된다. 중국 단체 관광 재개와, 반일 감정으로 인한 낙수효과로 한국 여행 수요가 증가함에 따라 중국 고객을 중점적으로 한 신라의 면세점 또한 큰 수혜를 볼 것으로 전망된다.

3. 인천공항 면세점 입찰 성공과 업계 1위 탈환

올해 인천공항 면세점 입찰 과정에서 호텔 신라는 성공했지만, 롯데면세점이 탈락하면서 호텔신라의 인천공항 면세점 확대 효과는 하반기부터 본격적으로 드러날 것으로 전망된다. 인천공항 면세점의 연간 발생 매출이 3조원에 달하는 점을 미뤄볼 때, 호텔신라가 '업계 1위' 자리를 차지할 수 있다는 전망이 제기된다. 두 회사의 매출 차이가 가장 적었던 2021년 롯데와 신라의 매출은 각각 3조7184억원, 3조3497억원으로 매출액 차이는 3687억원에 불과했다. 롯데에서 자체적으로 추산한 공항면세점이 매출이 롯데면세점 전체 매출에서 차지하는 비중은 10%이다. 롯데가 공항면세점에서 아예 빠지므로 매출의 10%만 줄어들어도 신라면세점에 1위 자리를 내줄 가능성이 커질 것으로 예상된다. 호텔신라가 제2여객터미널만 운영할 때도 공항점 매출은 지속적으로 상승했으며 신라호텔의 인천공항 면세점 확대 효과로 국내 면세점의 지각변동이 올 것으로 전망된다.

그간 호텔신라는 제2여객터미널에서 화장품·향수 제품만을 취급했으나, 이번 입찰 성공으로 제1·2여객터미널에서 면세 전(全) 품목을 취급하게 됐다. 앞서 호텔신라는 올해 3월 인천공항 면세점 입찰 과정에서 'DF1 구역'과 'DF3 구역'에 대한 영업권을 확보했다. DF1 구역은 내국인들이 주로 찾는 향수·화장품·주류·담배 등을 판매하며 출국장과 가까이 위치해 수익성이 높다. 또 DF3 구역은 패션·액세서리·부티크를 취급해 외국인 관광객들이 몰린다. 호텔신라는 7월 1일부터 인천공항 제1·2여객 터미널에서 8907㎡(약 2700평) 규모 매장 운영을 시작했다. 해당 매장에는 샤넬·디올·에스티로더·설화수 등 화장품 브랜드와 에르메스·구찌·생로랑 등 럭셔리 패션 브랜드 등 400여 곳이 입점했다. 또한 올해부터는 면세점 임대료 책정 방식이 고정 최소보장액(고정 임대료)에서 공항 여객수에 따라 산정하는 '여객당 임대료'로 변경된 점도 호텔신라에 있어서 긍정적이다. 호텔신라는 인천공항 입 임대료 부담도 완화된 만큼 하반기로 갈수록 외형과 수익성 개선에 탄력이 붙을 것으로 전망된다.

그림 5) 호텔신라 인천공항점



V. 리스크

1. 달러 대비 위안화 환율

호텔신라의 주가는 달러 대비 위안화 환율에 영향을 받는다. 호텔신라 주가와 위안/달러 환율은 역의 상관관계이다. 이는 달러 대비 위안화가 약세가 되면 소비 여력이 줄어들고, 여행 수요가 감소될 수 있기 때문이다. 현재 타이공의 수익성에 가장 큰 영향을 주는 건 환율이기 때문에 위안화가 절상으로 가야 타이공의 수익성이 개선된다. 위안화 약세가 지속되면 타이공들의 고가 화장품 수요가 감소되어 구매력이 하락하게 되며, 면세점이 타이공에게 지불하는 수수료율도 소폭 높아지기 때문에 주가에는 부정적 영향을 준다.

그림 1) 호텔신라 주가vs달러 대비 위안화 환율

그림 2) 호텔신라 주가vs중국 소비자 심리지수



출처: 대신증권 리서치 센터

출처: 대신증권 리서치 센터

2. 중국의 자국 면세 육성 사업

중국 정부는 해외 소비를 자국으로 선회시키기 위해 하이난 출섬 면세를 중심으로 자국 면세산업을 육성하고 있다. 2020년 하이난 여객 면세 쇼핑 정책이 발표되었는데, 일상품 기준 가격 상한 제한 폐지, 면세품목 확대, 구매 개수 제한 폐지 및 완화와 더불어 하이난 방문 이후 180일 이내 온라인 면세품 구매 허용 등 중국 역내 면세 소비 편의가 크게 제고되는 정책들이 포함되었다. 2022년 10월에는 단독 건물 기준 세계 최대 규모의 면세점인 CDF하이커우 국제 면세타운이 오픈하는 등 하이난 내 면세점 확장이 지속되고 있는 가운데, 외국인 관광객 및 내국인 출입국 증가에 따른 수요 확대가 중국인 면세 수요 약화로 일부 상쇄될 수도 있다는 전망이 나오고 있다. 또한 호텔산업 측면에서 보면, 중국 자국 면세산업 육성이 호텔산업에 미치는 단기적인 영향은 '제한적' 일 수 있다. 중국 관광객의 한국 방문 목적 중 면세쇼핑이 차지하는 비중이 높은 점을 감안할 때, 이는 호텔 산업 수요에도 제한적 영향을 미칠 수 있다.

그림 3) 2020년 하이난 면세 정책 주요 변화

주요 조건	변경 전	변경 후
면세한도	1 인당 매년 3 만 위안(16 세 이상)	1 인당 매년 10 만 위안(16 세 이상)
단일상품 단가 제한	단일상품 가격 8,000 위안 초과 시 행우세(자가사용물품에 대한 일종의 수입관세) 징수	단일상품 상한가격 제한 폐지
품목	38 개	45 개(양주, 컴퓨터류, 통신류, 전자기기 등 추가)
구매 개수 제한	향수 8 개, 화장품 12 개 제한 등	향수 개수 제한 폐지 화장품 30 개로 확대 휴대폰 4 개 주류 1.5L
운영주체	CDFG(中免), 하이난면세점(海免)	면세품 판매자격이 있는 면세사업자는 규정에 따라 하이난 출섬면세 경영 참여 가능
추가구매	-	하이난 방문 후 180 일 내 온라인 구매 가능

출처: 중국 재정부, 귀신 증권

3. 인천공항 입점으로 인한 재무부담

이번에 호텔신라는 인천 공항 면세 입점 전쟁에서 승리하고 이번 4대 면세점 신규 운영을 위해 호텔 신라는 지난 7월 12일 단기 차입금 1500억을 늘렸다. 이로써, 총 1년 안에 갚아야 할 총 단기 차입금액은 3100억원정도이다. 호텔 신라의 이러한 자금 조달은 인천공항에 입점하는 다른 면세사업자와는 다른 선택을 했다. 현대백화점 면세점의 경우는 1000억원 규모의 유상증자를 모회사인 현대백화점의 지원을 받았고, 신세계DF 또한 1500억원의 유상증자를 통해 신세계의 지원을 받았다. 신세계DF와 현대백화점면세점은 각각의 모기업 신세계와 현대백화점이 지분 100%를 보유하고 있어, 유상증자 단행에도 지분을 변동이 일어나지 않는다. 하지만 호텔신라는 삼성물산과 삼성생명이 지분을 나누어 가지고 있어 유상증자에 어려움이 있다. 따라서, 호텔 신라만 유일하게 그룹의 지원 없이 단기차입금을 통한 유동성 확보에 나섰기에, 재무 부담이 있다. 하지만 호텔신라가 부채 부담을 안고 과감한 베팅을 하게 된 것은 인천공항 면세점에 대한 확신이 크기 때문이다. 이는 인천공항 면세 입점으로 인한 영업이익의 호조로 인해서 상환할 수 있는 정도의 부채이다.

그림 4) 호텔신라 단기차입내역

단기차입금 증가결정

1. 단기차입내역	차입금액(원)	150,000,000,000
	자기 자본(원)	539,783,949,565
	자기 자본대비(%)	27.8
	대규모법인여부	해당
2. 단기차입금출액 변경내역(원)	차입전	차입후
- 기업어음(원)	0	0
- 금융기관 차입(원)	160,000,000,000	310,000,000,000
- 당좌차탈한도(원)	20,100,000,000	20,100,000,000
- 금융기관외의 자로부터 차입(원)	0	0
- 사모사채(만기 1년이하)(원)	0	0
- 기타차입(원)	0	0
- 단기차입금 합계(원)	180,100,000,000	330,100,000,000
3. 차입목적	인천 4기 신규 운영 등 유동성 확보	
4. 차입형태	금융기관 차입	
5. 이사회결의일(결정일)	2023-07-12	

출처: 호텔신라 DART

VI. 밸류에이션

[EBIT 추정]

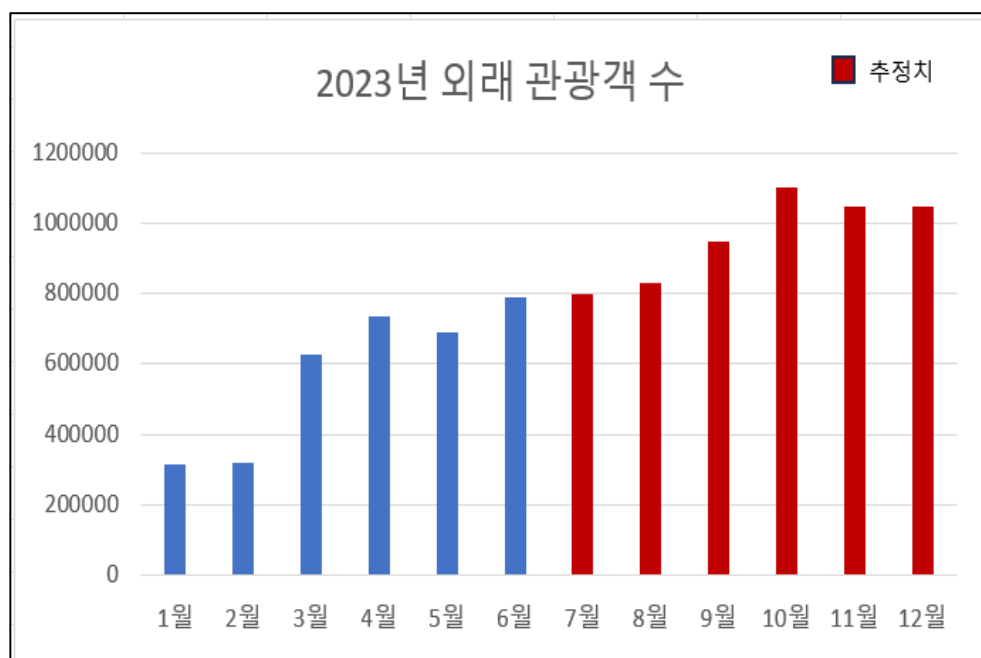
EBIT 추정								(단위:천원)
항목	2,022	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	Residual CF
매출액	4,922,008,727	3,975,102,000	4,923,360,000	5,367,051,270	5,801,052,021	6,270,898,554	6,779,808,293	7,330,964,891
TR부분 매출	4,333,241,000	3,321,378,000	4,236,960,000	4,601,338,560	4,997,053,676	5,426,800,292	5,893,505,117	6,400,346,558
호텔 부분 매출	654,620,000	653,724,000	686,400,000	765,712,710	803,998,345	844,098,262	886,303,175	930,618,334
-영업비용	4,785,813,372	3,743,660,700	4,642,872,000	5,014,399,685	5,420,828,966	5,860,880,711	6,337,567,668	6,853,882,265
TR부분 비용	4,331,115,000	3,155,309,100	4,025,112,000	4,325,258,246	4,697,230,456	5,101,192,275	5,539,894,810	6,016,325,764
호텔 부분 비용	584,804,000	588,351,600	617,760,000	689,141,439	723,598,511	759,688,436	797,672,858	837,556,500
+이자비용	42,422,864	57,569,010	53,297,710	49,453,540	45,993,787	42,880,009	40,077,609	37,555,449
+법인세	-	28,930,163	36,463,440	49,371,222	57,033,458	65,602,855	75,180,906	85,874,873
EBIT	188,101,280	260,080,147	297,322,270	352,733,902	369,183,383	387,294,998	407,137,327	428,763,203

EBIT의 추정을 위해서는 매출액, 영업비용, 이자비용, 법인세의 추정을 진행하였다.

(1) 매출액

매출액 추정은 TR 부분 매출액과 호텔&레저 부분 매출액을 각각 구분하여 추정하였다. TR부분 매출은 2023년 하반기 중국단체관광객 허용과 함께 증가할 것으로 예상되는 관광객 수와 비례하여 증가할 것으로 예상하여 관광객 수에 대한 추정을 진행하였다. 관광객 수가 코로나 이전의 수치로 점차 회복해가고 있는 상태에서, 중국 황금연휴인 9~10월을 거치며 중국단체관광객으로 인한 증가 효과가 드러나 2017~2018년 수준의 관광객 수에 달할 것으로 추정하였다.

그림 1) 2023년 외래 관광객 수 및 추정치



출처: 한국관광공사

따라서 상반기에 비해 관광객 수가 66% 정도 상승할 것이라 추정하였고, 이와 비슷한 추세로 매출액이 증가한다면 하반기에 약 2조원의 매출액이 발생할 수 있을 것이라 추정하였다. 이 값을 상반기 매출 1조 3200억원에 더하여 2023년 총 3조3213억원의 매출을 기록할 것으로 추정하였다. 2024년에는 관광객 수가 코로나 이전 수준으로 회복되고 면세 사업이 정상화될 것으로 예상하여 2018년 수준인 4조3000억원의 매출액을 추정하였다. 그 후 2025년부터 2028년까지는 글로벌 인포메이션이 발표한 면세 산업 연평균 성장률 예측 값인 8.6%로 매년 성장한다고 가정하였다.

호텔&레저 부문의 경우, 상반기와 실적이 같을 것으로 계산하여 2023년 매출액은 6537억원으로 추정하였다. 올해 호텔신라는 평균 객실점유율(OCC)을 80% 이상으로 유지하며 코로나 이전의 수치를 회복하였다. 이미 높은 수치이기 때문에 추가적인 객실점유율 상승을 통한 매출 증대는 어렵지만, 높은 여행 수요가 지속되며 현재의 점유율은 유지할 것으로 판단했다. 여기에 2016~2022년 상반기와 하반기 호텔신라의 호텔&레저 부문 매출액의 차이가 크지 않았다는 점을 감안하여 하반기의 매출액이 상반기와 크게 다르지 않을 것으로 추정했다.

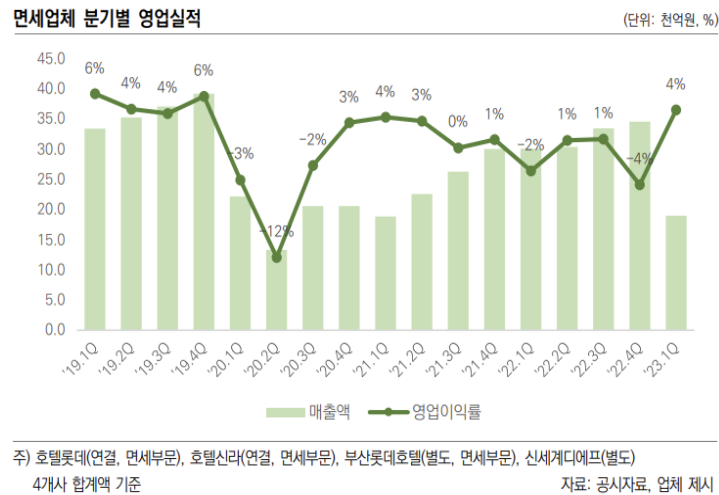
2023년 이후에도 현재 객실평균요금과 객실점유율이 회복된 상태여서 큰 매출 성장은 이루어지지는 않을 것이라고 생각하였고, 연평균 5%의 성장을 보일 것으로 추정하였다. 5%의 성장세를 보일 것으로 예측한 것은 코로나 이전, 새로운 호텔을 오픈하지 않는 경우 대략 연평균 7% 정도의 성장세를 보였기에 이와 비슷할 것으로 추측하였다. 한편, 2025년 오픈하는 5성급 호텔인 신라모노그램강릉에서 약 450억원가량의 새로운 수익이 창출될 것으로 계산하였다. 이는 '신라모노그램강릉을 제외한 호텔에서 창출될 것으로 예상되는 매출액'/'호텔신라가 운영하는 호텔 개수'로 $\frac{720,730,710,000(\text{원})}{16(\text{개})}$ 을 계산하여 추정했다. 연결조정 매출은 총 매출에서의 비중이 그리 크지 않아 고려하지 않았다.

(2) 영업비용

영업비용 또한 TR 부문과 호텔&레저 부문으로 각각 나누어 추정하였다.

TR 부문의 경우 영업비용/매출이 2022년 99%에 육박하였는데 2023년 상반기, 관광객 대상 매출이 늘어나면서 타이공항 매출 비중이 줄어들었고, 송객수수료율도 조정하며 사업 구조 개선에 성공해 영업이익률이 크게 성장했다. 하반기에 이어 앞으로도 이 같은 영업 실적 회복 흐름을 이어가 영업비용이 매출에서 차지하는 비중이 줄어들 것이라고 예상하였고, 결국엔 코로나 이전 국내 면세업체의 영업이익률인 4~6%에 수렴할 것이라고 추정하였다. 그래서 TR 부문의 영업비용은 매출액의 94%에 수렴하도록 추정하였다.

그림 2) 면세업체 분기별 영업실적



출처: 공시자료, 업체 제시

호텔&레저 부문 사업의 2023년 상반기 영업이익률은 10.2%이고, 2분기만 놓고 봤을 때는 15.2%이다. 2022년을 기점으로 수익성이 회복된 호텔&레저 부문 사업은 꾸준히 10%의 영업이익률을 기록할 것이라고 예측하였다. 따라서 매출액의 90% 정도를 영업비용으로 추정하였다.

[이자비용]

이자비용의 경우 차입금 및 사채와 리스의 이자비용으로 나눠서 추정했다. 차입금 및 사채의 2022년까지 이자율은 평균 2.53%였지만 최근 발행하는 사채가 점점 이자율이 높아지는 것을 반영해서 3.53%를 적용했다. 차입금 및 사채의 총액은 매년 사채의 금액이 거의 비슷하게 유지되는 경향과 최근 차입금이 1800억에서 3100억으로 증가함에 따라 2023년도 1조 2100억으로 잡고 매년 실적으로 부채를 줄인다는 가정하에 10%씩 감소하도록 추정했다. 리스의 금액은 상환계획과 매년 증감액이 거의 일치해서 리스부채의 비용과 이자율의 평균을 그대로 사용했다.

[법인세]

법인세는 (매출-영업비용)이 흑자인 기간동안 법인세/(매출-영업비용)의 비율이 12~15%이고 (매출-영업비용)이 커짐에 따라 비율이 늘어나는 것을 고려하여 법인세를 추정했다.

[CAPEX 추정]

CAPEX는 사업보고서의 연결재무제표 주석의 유형자산 항목에 있는 취득 및 자본적 지출과 감가상각비의 합으로 계산하였고, 과거 자료를 토대로 각각의 항목에 대한 추정을 진행하였다.

CAPEX 추정 항목	2022	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	(단위:천원) Residual CF
취득 및 자본적 지출	55296378	54000000	64800000	75600000	75600000	75600000	75600000	75600000
건설중인 자산	49979136	50000000	60000000	70000000	70000000	70000000	70000000	70000000
감가상각비	43991205	44550000	44550000	69300000	69300000	69300000	69300000	69300000
건물	11852814	12000000	12000000	15000000	15000000	15000000	15000000	15000000
건물부속설비	13508308	14000000	14000000	18000000	18000000	18000000	18000000	18000000
가구집기비품	14388212	14500000	14500000	30000000	30000000	30000000	30000000	30000000
CAPEX	99287583	98550000	109350000	144900000	144900000	144900000	144900000	144900000

(1) 취득 및 자본적 지출

호텔신라의 경우 유형자산 변동의 '취득 및 자본적 지출' 항목은 건설중인 자산에 대한 지출이 대부분을 차지한다. 건설중인 자산이 2020년과 2021년 급감하였지만 2022년 다시 상승하였고, 코로나 이전의 수치를 되찾을 것이라고 추정하여 2023년 500억원, 2024년 600억원, 2025년~2028년은 700억원으로 추정하였다. 건설중인 자산 항목이 취득 및 자본적 지출의 93% 정도를 차지해왔기 때문에 취득 및 자본적 지출 총액은 1.08*건설중인 자산으로 계산하였다.

(2) 감가상각비

감가상각비 항목은 건물, 건물부속설비, 가구집기비품에 대한 감가상각비가 90% 정도의 비중을 차지하였다. 따라서 각각의 항목에 대한 감가상각비를 추정하고 그 값에 1.1을 곱한 값으로 총 감가상각비를 계산하였다. 건물과 건물부속비용의 경우 감가상각비가 연간 변동이 거의 없는 것으로 보아 정액법으로 계산되는 것으로 가정하였고, 따라서 향후에도 큰 변동이 없을 것으로 추산하였다. 2024년 신라모노그램 강릉이 완공될 예정일 것을 감안하여 2025년 건물과 건물부속설비에 대한 감가상각비가 25% 증가할 것으로 추정하였다. 가구집기비품의 경우 2021년 크게 줄어든 수치가 2023년 현재까지 이어지고 있어 앞으로도 낮은 수치를 이어가다가 신라모노그램 강릉의 완공과 함께 비품이 증가하며 감가상각비 또한 따라서 증가할 것으로 계산하였다.

[순운전자본 추정]

운전자본의 경우 우선 2016년부터 2022년까지의 매출채권회전율, 재고자산회전율, 매입채무회전율을 구한 후 평균을 구했다.

	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	평균
매출채권회전율	17.12776	21.92278	23.25752	21.47499	23.59151	21.23414	19.86746	21.21088
재고자산회전율	6.69244	7.49305	6.69906	6.73112	5.14042	6.03848	8.86113	6.80796
매입채무회전율	10.76637	8.33429	8.24450	7.61398	8.91064	11.83260	10.93090	9.51904

그 후 추정한 매출과 영업비용에 매출채권회전율, 재고자산회전율, 매입채무회전율의 평균을 대입해 추후 매출채권, 재고자산, 매입채무, 운전자본의 증감을 추정했다.

	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E
매출액	3,975,102,000	4,923,360,000	5,367,051,270	5,801,052,021	6,270,898,554	6,779,808,293
매출채권	187,408,632	232,114,839	253,032,937	273,494,170	295,645,374	319,638,237
재고자산	583,890,328	723,176,987	788,349,413	852,098,429	921,112,720	995,864,884
영업비용	3,743,660,700	4,642,872,000	5,014,399,685	5,420,828,966	5,860,880,711	6,337,567,668
매입채무	393,281,329	487,745,823	526,775,776	569,472,233	615,700,818	665,778,027
순운전자본	378,017,631	467,546,003	514,606,574	556,120,366	601,057,277	649,725,094
증감	89,528,372	47,060,571	41,513,792	44,936,911	48,667,817	52,702,094

[무형자산상각비 추정]

무형자산상각비는 산업재산권, 소프트웨어 등의 무형자산에 대한 상각액으로 구성되는데 호텔신라의 경우 무형자산 항목을 산업재산권과 기타 무형자산(소프트웨어 포함)으로 표시한다. 따라서 산업재산권과 기타 무형자산 각각에 대한 추정을 진행하였다.

산업재산권의 경우 2019년까지 1억원 내외의 수치로 변동이 거의 없었지만, 2020년을 기점으로 높아진 후 1억5천만원~1억7천만원 정도의 상각액이 발생하고 있다. 산업재산권의 경우 8~10년의 기간 동안 정액법으로 상각되는 점을 감안하여 8~10년 간은 비슷한 수준의 상각액이 발생할 것이라 예상하였고, 2028년까지 1억8천만원으로 추정하였다.

기타 무형자산의 경우 2020년 이전 120억~140억원으로 크게 변동이 없었으나, 2020년과 2021년 갑자기 높아졌다. 2022년 다시 이전 수준으로 돌아왔다. 2023년 하반기는 상반기와 같은 수치로 추정하여 133억원을 기록할 것으로 추정하였다. 2024년부터는 150억원 정도의 수치를 기록할 것으로 추정하였다.

[WACC 추정]

WACC의 추정을 위해 자기자본조달비용과 타인자본조달비용을 전체 자본에서의 비중을 통해 가중평균을 구했다.

(1) Cost of Equity(자기자본조달비용)

자기자본조달비용을 위해서 CAPM모델을 사용했고 여기서 무위험수익률(Risk Free Rate)는 최근 인수합병 보고서에서 제공된 Bloomberg에서 제공한 한국의 무위험이자율을 사용했다. 주식위험수익률(Equity Risk Premium)은 한국공인회계사회에서 제시하는 한국의 Market Risk Premium인 7.0~9.0%중 9%를 사용했고, 베타는 롯데쇼핑, 신세계, 현대백화점, HDC의 Monthly 베타 5년치의 평균을 사용했다.

5Y Monthly	BL
롯데쇼핑	0.7
신세계	0.72
현대백화점	0.87
HDC	0.92
평균	0.8025

이를 통해 자기자본조달비용은 10.96%를 도출했다.

(2) Cost of Debt(타인자본조달비용)

타인자본조달비용을 구하기 위해서 먼저 2023년 반기보고서를 기준, 차입금과 사채의 금액과 이자율을 바탕으로 가중평균을 구했다. 세율은 보고서에 적용한 23%를 사용했다.

Cost of Debt				
차입처	금액	이자율	비중	가중평균
HSBC	15,073,200	5.85%	1.58%	0.0923%
사채 - 제70(2)회	70,000,000	2.11%	7.33%	0.1546%
사채 - 제70(3)회	130,000,000	2.21%	13.61%	0.3008%
사채 - 제71(2)회	40,000,000	2.48%	4.19%	0.1039%
사채 - 제71(3)회	50,000,000	3.05%	5.24%	0.1597%
사채 - 제72(1)회	120,000,000	3.70%	12.56%	0.4649%
사채 - 제72(2)회	200,000,000	3.96%	20.94%	0.8293%
사채 - 제72(3)회	30,000,000	4.24%	3.14%	0.1332%
사채 - 제73(1)회	80,000,000	4.04%	8.38%	0.3384%
사채 - 제73(2)회	220,000,000	4.13%	23.03%	0.9513%
	955,073,200			3.5284%

이후 자기자본조달비용, 자기자본비율, 타인자본조달비용, 타인자본비율을 통해 WACC를 구했다.

Cost of Debt	3.53%
Tax Rate	23%
Debt Ratio	77.29%
Weighted Cost of Debt	2.0999%
Rist Free Rate	3.74%
Equity Risk Premium	9%
Levered Beta	0.8025
Cost of Equity	10.96%
Equity Ratio	22.71%
Weighted Cost of Equity	2.4893%
WACC	4.5892%

[DCF 결과]

(단위 : 천원)	2022	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	Residual CF
Sales	4,922,008,727	3,975,102,000	4,923,360,000	5,367,051,270	5,801,052,021	6,270,898,554	6,779,808,293	7,330,964,891
Sales growth rate%	30.24%	-19.24%	23.85%	9.01%	8.09%	8.10%	8.12%	8.13%
Operating expense	4,785,813,372	3,743,660,700	4,642,872,000	5,014,399,685	5,420,828,966	5,860,880,711	6,337,567,668	6,853,882,265
OPM%	2.77%	5.82%	5.70%	6.57%	6.55%	6.54%	6.52%	6.51%
EBIT	188,101,280	260,080,147	297,322,270	352,733,902	369,183,383	387,294,998	407,137,327	428,763,203
-EBIT에 대한 세금	43,263,294	59,818,434	68,384,122	81,128,798	84,912,178	89,077,849	93,641,585	98,615,537
-CAPEX	99,287,583	98,550,000	109,350,000	144,900,000	144,900,000	144,900,000	144,900,000	144,900,000
-순운전자본 증가(감소)	12,639,545	89,528,413	47,060,591	41,513,811	44,936,931	48,667,839	52,702,118	
+감가상각비	43,991,205	44,550,000	44,550,000	69,300,000	69,300,000	69,300,000	69,300,000	69,300,000
+무형자산상각비	13,857,820	13,334,954	15,180,000	15,180,000	15,180,000	15,180,000	15,180,000	15,180,000
FCFF	90,759,882	70,068,254	132,257,556	169,671,294	178,914,274	189,129,309	200,373,624	269,727,666
Discount rate(WACC%)	4.5892%							
Period(Year)		0.5	1.5	2.5	3.5	4.5	5.5	
Present value factor		0.9778	0.9349	0.8939	0.8547	0.8172	0.7813	0.7813
Present Value of Cash Flow		68,513,761	123,648,836	151,666,944	152,911,652	154,549,445	156,553,288	

FCFF의 순현재가치(NPV)	807,843,925
영구성장률(%)	1.00%
Terminal Value	7,514,912,788
Terminal Value의 현재가치	5,871,452,942
기업가치	6,679,296,867
+현금 및 현금성자산	216,551,754
+기타 금융자산	107,217,426
-이자 발생 부채	1,713,163,001
-소수주주지분(비지배지분)	32,367
-우선주	38,600,000
적정시가총액	5,251,270,679
발행주식수(주)	39,248,121
주당가치(원)	133,797
현재주가	84,700
상승 여력	57.97%

추정한 값들을 통해 구한 FCFF와 Terminal Value의 순현재가치를 더해 6조6793억원의 기업가치가 도출되었고, 이를 주식수 3924만8121주로 나누어 목표 주가 133,797원(Upside 58%)을 제시한다

<IR 문의>

Q1. 호텔 객실 평균 점유율은?

A1.

	2021년				2022년				2023년	
	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q
서울	32%	43%	48%	49%	44%	57%	68%	60%	64%	72%
제주	61%	77%	70%	77%	77%	81%	75%	64%	67%	78%
스테이	62%	71%	64%	74%	73%	81%	83%	84%	79%	85%

Q2. 면세점에서 가장 많이 팔리는 상품은?

A2. 현재 카테고리상으로 향수가 주력 제품이다. 과거에도 향수 제품이 가장 잘 팔렸다. 타이공, FIT 등 고객군과 무관하게 향수가 메인 상품이다.

Q3. 최근 인천공항 입점을 했는데 어떤 마케팅 전략을 취하고 있는지? 공항점에 치중하는지?

A3. 시내점과 공항점 성격이 달라서, 어느 한 곳에 치중은 하는 전략을 취하고 있진 않다. 우선 공항점의 경우엔 특정 마케팅이 없어도 이동객이 지나가는 경로이기 때문에, 상대적으로 시내점에 비해 마케팅이 중요하진 않다. 시내점의 경우에도 특정 마케팅 전략을 공격적으로 내세우기 보단 환율 상황, 재고 상황, 방문객 추이에 따라 유동적으로 대응하는 편이다.

Q4. 동종업계 대비 객단가가 높은가?

A4. 우선 객단가는 가격 결정 파워가 없기 때문에 수요 상황에 따라 변한다. 객단가를 외부에 공개하지 않기 때문에 동종업계 대비 호텔신라 객단가 수준을 단정짓지는 못하지만, 호텔신라는 프리미엄 라이프 스타일을 추구하는 기업이다. 그렇기에 객단가 지표는 타사 대비 높은 편일 수 있다.