

# 호텔신라 (008770)

## 중국 하이요우면세점과 MOU 체결 합의

### 하이요우 면세점과 합작사 설립 등 MOU 체결

호텔신라 지난 21일 중국 하이난관광투자발전공사 계열사 하이요우면세점(HTDF)과 면세점 운영 활성화를 위한 전략적 MOU를 체결했다고 밝혔다. 하이요우면세점은 지난해 12월 30일 Legardere, DFS와 협력, 썬야에 첫 시내면세점을 오픈한 바 있다. 영업면적은 9만5천 제곱미터 규모 약 45개 카테고리, 500여개 브랜드의 상품을 취급하고 있다고 한다. 이번 MOU를 통해 신라면세점과 하이요우면세점은 추후 합작사 설립을 통해 상품 소싱, 시장 개발, 인적자원 교류, 상품 공동개발 등 운영 전반에 대해 상호 협력하기로 했다.

### 하이난성 면세점 시장 경쟁 심화 중

하이난성에는 2021년 1월까지 면세점 6개가 신규 오픈했다. 중국면세가 100% 점유하고 있던 하이난성 면세점 시장에 큰 변화가 일어난 것이다. 2020년 12월 30일에만 중국면세를 포함한 3개 면세점이 신규 오픈했고, 1월 중 2개의 경쟁업체가 추가 오픈했다. 2020년 하이난 면세점 매출액은 온라인 매출 포함 320억위안 이상 달성한 것으로 추정되며, 2021년에는 2배 규모인 600억위안 이상, 2022년은 1천억위안 매출을 목표로 하고 있다.

### 하이난성 시장 성장 흡수 가능성 긍정적

아직, MOU 단계로 구체적인 일정이나 계획이 나오지는 않았지만, 일단, 중국 하이난 면세점 시장 성장을 흡수할 수 있다는 측면에서 긍정적이다. 하이요우면세점은 상품소싱 역량이 제한적인 만큼, 카테고리 믹스와 가격 경쟁력 측면에서 중국국여 대비 열위에 있는 것으로 파악되고 있다. 경쟁력 제고를 위해 글로벌 메이저 면세점 업체와 전략적 제휴가 불가피한 상황이다. 특히, 글로벌 화장품 브랜드 소싱 능력에 있어서 호텔신라는 압도적이다. 호텔신라는 그동안 태국/캄보디아/일본/마카오 등지에서 시내면세점 합작 법인을 세우고 운영해본 전력이 있고, 홍콩과 싱가포르에서 공항 면세점을 운영하고 있어 하이난 면세점 사업화에 무리는 없을 것으로 보인다.

Update

**BUY**

TP(12M): 120,000원 | CP(7월 22일): 96,000원

#### Key Data

KOSPI 지수 (pt)	3,250.21		
52주 최고/최저(원)	101,500/69,300		
시가총액(십억원)	3,767.8		
시가총액비중(%)	0.16		
발행주식수(천주)	39,248.1		
60일 평균 거래량(천주)	733.4		
60일 평균 거래대금(십억원)	69.2		
21년 배당금(예상, 원)	200		
21년 배당수익률(예상, %)	0.23		
외국인지분율(%)	19.26		
주요주주 지분율(%)			
삼성생명보험 외 5인	17.34		
국민연금공단	11.24		
주가상승률	1M	6M	12M
절대	(1.4)	9.0	35.6
상대	(1.0)	5.3	(7.0)

#### Consensus Data

	2021	2022
매출액(십억원)	3,516.1	4,498.3
영업이익(십억원)	161.3	262.8
순이익(십억원)	66.0	155.3
EPS(원)	1,652	3,883
BPS(원)	17,643	21,649

#### Stock Price



#### Financial Data

투자지표	단위	2019	2020	2021F	2022F	2023F
매출액	십억원	5,717.3	3,188.1	3,497.2	4,611.1	5,518.8
영업이익	십억원	295.9	(185.3)	194.5	263.3	372.3
세전이익	십억원	225.6	(360.7)	156.1	231.5	346.3
순이익	십억원	169.7	(283.4)	117.1	173.6	259.8
EPS	원	4,243	(7,085)	2,927	4,341	6,494
증감율	%	53.84	적전	흑전	48.31	49.60
PER	배	21.40	(11.62)	32.80	22.11	14.78
PBR	배	3.55	4.52	4.59	3.83	3.06
EV/EBITDA	배	8.97	117.35	13.06	12.08	9.56
ROE	%	20.16	(36.74)	17.26	21.28	25.34
BPS	원	25,591	18,200	20,937	25,087	31,391
DPS	원	350	200	200	200	200



Analyst 박중대  
02-3771-8544  
forsword@hanafn.com

Analyst 서현정  
02-3771-7552  
hjs0214@hanafn.com

**합작사 설립 방식 중요: 상품소싱만 담당할 경우 의미 제한적**

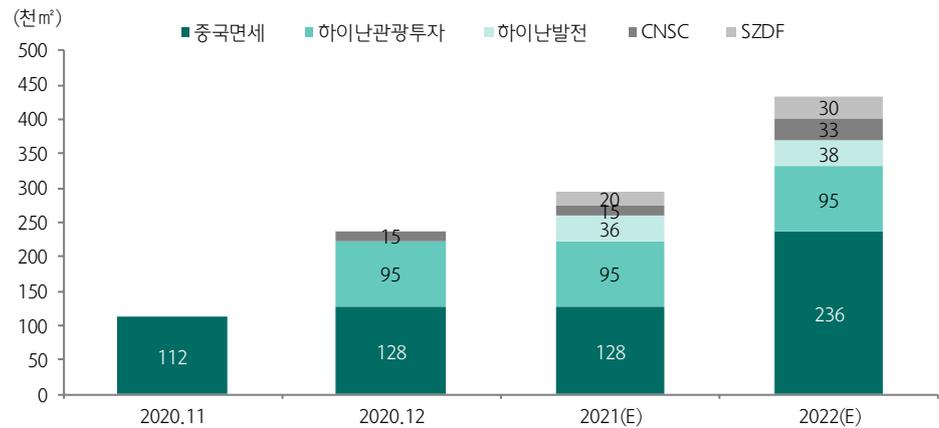
방법은 세가지가 나올 수 있다. 첫째, 합작법인에 대주주로 경영권을 갖고 상품소싱과 판매 전반을 주도하는 방식이다. 실적은 연결로 계상되고 가장 이상적인 형태지만, 유통채널을 해외업체에 주기 싫어하는 중국 정부의 성격상 이 가능성은 낮다는 판단이다. 둘째, 합작법인의 경영권은 없이 일정 지분을 보유하고, 상품소싱과 운영을 책임지면서, 상품소싱 마진(셀인 매출)/경영수수료/지분법이익을 취하는 방식이다. 차선으로 가능성이 가장 높으며, 실적과 주가 모멘텀에 긍정적이다. 셋째, 합작법인의 일정 지분을 보유하고, 상품소싱만 책임지고, 운영은 하이요우면세점에서 담당하는 방식이다. 상품소싱 마진과 지분법이익을 취할 수 있다. 하이요우면세점은 이 방식을 원할 수 있지만, 경쟁이 심화되고 있고, 중국국여 대비 경영 역량이 열위에 있기 때문에 호텔신라 입장에서는 실적 개선 여지를 함부로 높이기 어렵다.

표 1. 해남도 면세점 운영업체 현황

오픈시기	면세점 브랜드	협력업체	면세점 위치	총면적(㎡)	1차 오픈(㎡)
2011년 12월 21일	중국면세(CTGDF)	하이난면세품공사 지분 49%	하이커우/메이란공항 T1	14,000	
2014년 9월	중국면세(CTGDF)	-	싼야/시내(하이탕완)	72,000	64,800
2019년 01월 19일	중국면세(CTGDF)	-	충하이/시내	4,200	
2019년 01월 19일	중국면세(CTGDF)	-	하이커우/시내	22,000	13,000
2020년 12월 30일	중국면세(CTGDF)	하이난면세품공사 지분 49%	싼야/평항공항	6,800	800
2020년 12월 30일	하이난관광투자(Hainan Tourism Inv.)	Legardere/DFS	싼야/시내	95,000	
2020년 12월 30일	중복면세(CNSC)	-	싼야/시내	33,000	15,000
2020년 12월 30일	중국면세(CTGDF)	하이난면세품공사 지분 49%	하이커우/메이란공항 T2	9,000	
					3,000
2021년 01월 31일	하이난발전(Hainan Dev.)	Dufry/Alibaba	하이커우/시내	38,920	27,780 (2차 오픈 2분기)
					6,000 (3차 오픈 3분기)
2021년 01월 31일	선전면세(SZDF)	DFS	하이커우/시내	100,000	20,000
2022년 하반기	중국면세(CTGDF)	-	하이커우/시내(Haikou DF City)	108,000	
2023년	중국면세(CTGDF)	-	싼야시		

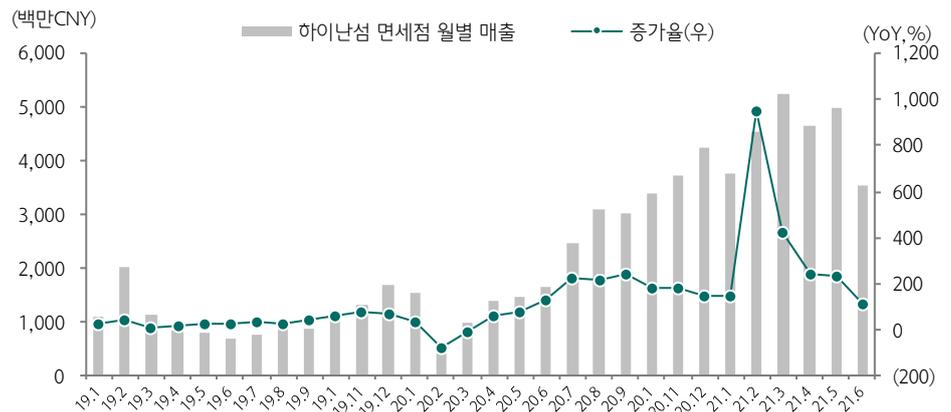
자료: 해남일보, 중국면세, 하나금융투자

그림 1. 하이난성 면세점 운영업체별 면세사업장 면적



주: 하이난관광투자는 총면적이 아닌 면세 사업장 면적 기준  
 자료: 해남일보, 중국면세, 하나금융투자

그림 2. 하이난성 면세점 월별 매출 추이



자료: 해남도 정부, 하나금융투자

표 2. 호텔신라 실적 전망 (K-IFRS 연결)

(단위: 십억원)

2분기 영업이익 450억원(YoY +1,080  
억원) 추정

	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	2020년	1Q21	2Q21F	3Q21F	4Q21F	2021년
매출	944	523	880	842	3,188	727	790	1,011	968	3,497
면세점	849	439	771	742	2,802	632	691	879	856	3,058
호텔/생활레저	95	84	109	100	386	95	100	133	112	439
영업이익	-67	-63	-20	-35	-185	27	45	61	63	195
면세점	-49	-47	-14	-17	-127	42	49	61	63	215
호텔/생활레저	-18	-16	-6	-19	-58	-15	-4	0	-1	-20
세전이익	-93	-82	-37	-150	-361	17	35	51	53	156
순이익	-74	-68	-28	-114	-283	13	26	38	40	117
영업이익률(%)	-7.1	-12.1	-2.3	-4.2	-5.8	3.7	5.7	6.0	6.5	5.6
세전이익률(%)	-9.8	-15.7	-4.2	-17.8	-11.3	2.3	4.4	5.0	5.5	4.5
순이익률(%)	-7.8	-13.0	-3.2	-13.5	-8.9	1.8	3.3	3.8	4.1	3.3
매출(YoY,%)	-29.7	-61.4	-40.4	-45.5	-44.2	-23.0	51.2	15.0	15.0	9.7
면세점	-30.7	-64.2	-42.4	-47.4	-46.1	-25.5	57.2	14.0	15.4	9.2
호텔/생활레저	-19.9	-34.8	-20.6	-25.2	-25.2	0.2	19.4	22.2	12.4	13.7
영업이익(YoY,%)	적전	적전	적전	적전	적전	흑전	흑전	흑전	흑전	흑전
면세점	적전	적전	적전	적전	적전	흑전	흑전	흑전	흑전	흑전
호텔/생활레저	적지	적전	적전	적전	적전	적지	적지	적지	적지	적지
세전이익(YoY,%)	적전	적전	적전	적전	적전	흑전	흑전	흑전	흑전	흑전
순이익(YoY,%)	적전	적전	적전	적전	적전	흑전	흑전	흑전	흑전	흑전

자료: 호텔신라, 하나금융투자

추정 재무제표

손익계산서	(단위:십억원)				
	2019	2020	2021F	2022F	2023F
매출액	5,717.3	3,188.1	3,497.2	4,611.1	5,518.8
매출원가	3,300.7	2,092.7	2,283.7	2,995.0	3,565.3
매출총이익	2,416.6	1,095.4	1,213.5	1,616.1	1,953.5
판매비	2,120.8	1,280.7	1,019.1	1,352.8	1,581.3
영업이익	295.9	(185.3)	194.5	263.3	372.3
금융손익	(27.4)	(36.2)	(31.7)	(27.6)	(23.9)
중속/관계기업손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	(42.9)	(139.2)	(6.8)	(4.3)	(2.2)
세전이익	225.6	(360.7)	156.1	231.5	346.3
법인세	56.2	(77.3)	39.0	57.9	86.6
계속사업이익	169.4	(283.3)	117.1	173.6	259.7
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	169.4	(283.3)	117.1	173.6	259.7
비배주주지분 손익	(0.3)	0.1	(0.0)	(0.0)	(0.1)
지배주주순이익	169.7	(283.4)	117.1	173.6	259.8
지배주주지분포괄이익	168.0	(282.4)	117.1	173.6	259.8
NOPAT	222.2	(145.6)	145.9	197.5	279.2
EBITDA	515.1	38.6	344.4	363.8	439.7
성장성(%)					
매출액증가율	21.29	(44.24)	9.70	31.85	19.69
NOPAT증가율	41.62	적전	흑전	35.37	41.37
EBITDA증가율	81.57	(92.51)	792.23	5.63	20.86
영업이익증가율	41.51	적전	흑전	35.37	41.40
(지배주주)순이익증가율	53.85	적전	흑전	48.25	49.65
EPS증가율	53.84	적전	흑전	48.31	49.60
수익성(%)					
매출총이익률	42.27	34.36	34.70	35.05	35.40
EBITDA이익률	9.01	1.21	9.85	7.89	7.97
영업이익률	5.18	(5.81)	5.56	5.71	6.75
계속사업이익률	2.96	(8.89)	3.35	3.76	4.71

투자지표	(단위:십억원)				
	2019	2020	2021F	2022F	2023F
주당지표(원)					
EPS	4,243	(7,085)	2,927	4,341	6,494
BPS	25,591	18,200	20,937	25,087	31,391
CFPS	12,764	1,327	8,582	9,176	11,172
EBITDAPS	12,878	966	8,610	9,094	10,992
SPS	142,933	79,702	87,431	115,278	137,971
DPS	350	200	200	200	200
주가지표(배)					
PER	21.40	(11.62)	32.80	22.11	14.78
PBR	3.55	4.52	4.59	3.83	3.06
PCR	7.11	62.02	11.19	10.46	8.59
EV/EBITDA	8.97	117.35	13.06	12.08	9.56
PSR	0.64	1.03	1.10	0.83	0.70
재무비율(%)					
ROE	20.16	(36.74)	17.26	21.28	25.34
ROA	5.82	(8.83)	3.93	5.30	7.00
ROIC	14.13	(8.09)	9.68	13.68	19.28
부채비율	283.59	363.79	318.88	287.57	242.14
순부채비율	110.68	199.35	140.36	102.81	64.00
이자보상배율(배)	7.47	(4.24)	4.35	5.83	8.13

자료: 하나금융투자

대차대조표	(단위:십억원)				
	2019	2020	2021F	2022F	2023F
유동자산	1,716.1	1,164.0	1,460.7	1,861.7	2,290.8
금융자산	543.7	387.6	609.0	738.9	947.1
현금성자산	508.3	240.2	447.3	525.7	691.9
매출채권	123.6	28.6	31.3	41.3	49.4
채고자산	849.4	620.2	680.3	897.0	1,073.6
기타유동자산	199.4	127.6	140.1	184.5	220.7
비유동자산	1,811.2	1,729.9	1,611.4	1,624.1	1,648.9
투자자산	256.7	324.5	355.9	469.1	561.2
금융자산	209.2	229.7	251.9	331.9	397.1
유형자산	674.5	624.8	488.8	398.7	339.0
무형자산	56.1	54.0	40.1	29.8	22.2
기타비유동자산	823.9	726.6	726.6	726.5	726.5
자산총계	3,527.3	2,893.8	3,072.0	3,485.8	3,939.7
유동부채	1,438.1	775.3	841.6	1,080.7	1,275.5
금융부채	418.8	161.6	168.5	193.7	214.1
매입채무	433.3	137.9	151.3	199.5	238.8
기타유동부채	586.0	475.8	521.8	687.5	822.6
비유동부채	1,169.7	1,494.6	1,497.0	1,505.7	1,512.7
금융부채	1,142.7	1,469.9	1,469.9	1,469.9	1,469.9
기타비유동부채	27.0	24.7	27.1	35.8	42.8
부채총계	2,607.7	2,269.9	2,338.6	2,586.4	2,788.2
지배주주지분	919.1	623.6	733.0	899.0	1,151.2
자본금	200.0	200.0	200.0	200.0	200.0
자본잉여금	196.6	196.6	196.6	196.6	196.6
자본조정	(104.5)	(104.5)	(104.5)	(104.5)	(104.5)
기타포괄이익누계액	0.1	(10.4)	(10.4)	(10.4)	(10.4)
이익잉여금	627.0	341.8	451.3	617.3	869.5
비배주주지분	0.4	0.4	0.4	0.4	0.3
자본총계	919.5	624.0	733.4	899.4	1,151.5
순금융부채	1,017.8	1,243.8	1,029.4	924.6	736.9

현금흐름표	(단위:십억원)				
	2019	2020	2021F	2022F	2023F
영업활동 현금흐름	403.7	(51.7)	287.6	232.4	302.2
당기순이익	169.4	(283.3)	117.1	173.6	259.7
조정	28	29	19	15	11
감가상각비	219.3	223.9	149.9	100.4	67.4
외환거래손익	(3.3)	4.4	0.0	0.0	0.0
지분법손익	4.2	22.9	0.0	0.0	0.0
기타	(192.2)	(222.2)	(130.9)	(85.4)	(56.4)
영업활동 자산부채 변동	(43.5)	(62.6)	(24.1)	(86.8)	(70.7)
투자활동 현금흐름	(92.6)	(260.2)	(45.7)	(164.6)	(134.2)
투자자산감소(증가)	(3.9)	(67.8)	(31.4)	(113.1)	(92.2)
자본증가(감소)	(65.5)	(46.1)	0.0	0.0	0.0
기타	(23.2)	(146.3)	(14.3)	(51.5)	(42.0)
재무활동 현금흐름	(87.2)	47.8	(45.4)	(27.7)	(32.9)
금융부채증가(감소)	902.6	65.8	7.0	25.1	20.5
자본증가(감소)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	(976.5)	(4.7)	(44.8)	(45.2)	(45.8)
배당지급	(13.3)	(13.3)	(7.6)	(7.6)	(7.6)
현금의 증감	226.4	(264.1)	203.0	78.4	166.2
Unlevered CFO	510.5	53.1	343.3	367.0	446.9
Free Cash Flow	337.9	(99.4)	287.6	232.4	302.2

투자의견 변동 내역 및 목표주가 피리얼

호텔신라



날짜	투자의견	목표주가	피리얼	
			평균	최고/최저
21.5.3	BUY	120,000	-	-
21.3.17	BUY	104,000	-17.59%	-14.81%
20.10.13	Neutral	85,000	-4.27%	4.12%
20.7.1	Neutral	75,000	-3.11%	5.20%
20.4.1	BUY	90,000	-14.19%	-5.33%
20.2.27	BUY	110,000	-31.81%	-21.18%
19.8.21	1년 경과	-	-	-
18.8.21	BUY	130,000	-32.08%	-11.54%

투자등급 관련사항 및 투자의견 비율공시

• 투자의견의 유효기간은 추천일 이후 12개월을 기준으로 적용

• 기업의 분류

BUY(매수)\_목표주가가 연주가 대비 15% 이상 상승 여력  
 Neutral(중립)\_목표주가가 연주가 대비 -15%~15% 등락  
 Reduce(매도)\_목표주가가 연주가 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% 이상 하락 가능

투자등급	BUY(매수)	Neutral(중립)	Reduce(매도)	합계
금융투자상품의 비율	94.19%	5.81%	0.00%	100%

\* 기준일: 2021년 07월 22일

Compliance Notice

- 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.
- 당사는 2021년 7월 23일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다
- 본자료를 작성한 애널리스트(박종대)는 2021년 7월 23일 현재 해당회사의 유가증권권을 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 책임 소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.