



Overweight

Top Picks 및 관심종목

호텔신라(008770)

BUY | TP 110,000원 | CP 88,500원

신세계(004170)

BUY | TP 320,000원 | CP 203,000원

현대백화점(069960)

BUY | TP 78,000원 | CP 67,100원

*CP 2023년 8월 25일



Analyst 서현정 hjs0214@hanafn.com

2023년 8월 28일 | 산업분석_Brief

유통

중국 단체관광 재개: 면세점 주목!

면세점, 높아진 이익 체력

7월 면세점 매출은 7억 7,158만달러로 전년동기대비 19%, 전월대비로는 7% 감소했다. 7~8월은 화장품 비수기이기도 하지만, 특별한 수요 이벤트가 없었기 때문에 6월보다 매출이 떨어진 것으로 보인다. 내국인 아웃바운드 증가(내국인 이용객수 YoY 67%, 내국인 면세 매출 87%)에도 불구하고 외국인 매출이 YoY 32% 감소하며 매출 저하 주 요인으로 작용했다. 개별여행객은 늘고 있지만 여전히 다이공 매출이 감소하면서 외국인 객단가가 1,031달러(YoY -84%)까지 하락하고 있는 상황이다. 다만, 2분기 실적에서 확인할 수 있었던 듯이, 매출 감소에도 불구하고 면세점의 이익 체력은 높아진 상황이다. 호텔신라와 신세계 모두 면세 사업에서 400억원 이상의 영업이익을 기록했고, 영업이익률 기준으로는 6~7% 수준까지 상승한 것으로 추산한다. 다이공항 할인률에는 변동이 없었지만, 수요의 주체가 개별여행객으로 전환되면서 믹스 개선 효과가 컸기 때문이다. 향후 인바운드 증가로 매출 회복만 진행된다면 면세점의 이익 턴어라운드 는 예상보다 강할 수 있음을 방증한다.

중국 단체관광 재개, 면세점 밸류에이션과 실적의 동반 회복

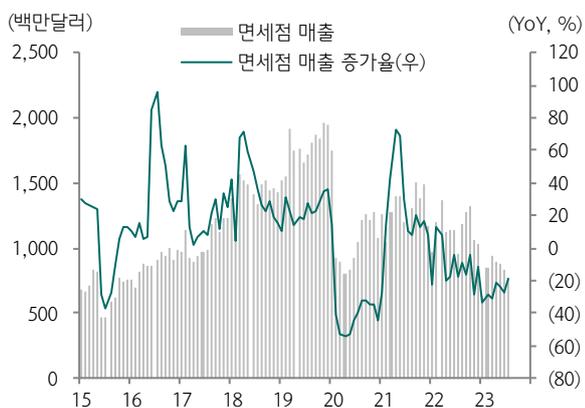
중국의 한국 단체 관광 재개가 6년만에 결정되었다. 관련하여 사업 특성상 중국 인바운드 회복에 의한 영업레버리지 효과가 큰 면세점이 가장 수혜가 크다. 큰 흐름에서 본다면 면세점은 실적은 물론 밸류에이션 상승까지 기대할 수 있다.

1) 그동안의 제반 불확실성이 소멸되면서 최소 밸류에이션 상승만으로 30% 이상(면세점 사업 12MF PER 17배 →20배) 주가 상승을 기대할 수 있다. 현재 호텔신라(12MF PER 17배)와 신세계(5배), 현대백화점(7배) 모두 밸류에이션은 충분히 낮다. 뿐만 아니라, 단체관광 재개는 면세점 매출에서 불법적인 다이공 매출 비중이 줄어들고, 합법적인 관광객 매출 비중이 상승한다는 것을 의미하기 때문에 밸류에이션 Re-rating 또한 가능하다. 2018년 호텔신라 밸류에이션이 12MF PER 25~30배에서 15배 미만으로 하락한 가장 큰 이유는 매출의 불법성 때문이었다. 밸류에이션 만으로 면세점 업체들의 주가 상승 여력은 여전히 크다. 2) 실적 측면에서도 긍정적이다. 사드 보복 조치 이전인 2016년 중국 인바운드는 800만명을 기록했다. 중국 단체 관광 재개로 이제 2016년 수준까지 인바운드 업사이드를 열어둘 수 있게 되었다. 다이공 객단가가 워낙에 높았기 때문에 단체관광으로 인한 매출 증대 효과는 크지 않을 수 있어도(단체관광객 ARPU 800달러 vs. 다이공 ARPU 10,000달러 이상 추산), i) 22년 불과 23만명에 불과했던 중국 인바운드가 추세적으로 700~800만명까지 증가되는 국면의 초입이며, ii) 면세점 업체들은 다이공 중심의 높은 할인률이 점차 떨어지면서 수익성 개선 폭이 예상보다 커질 수 있다. 중국 인바운드 관광객 돌아오면 면세점은 다이공에게 막대한 수수료 지불할 요인이 사라지게 되기 때문이다.

최선호주 호텔신라

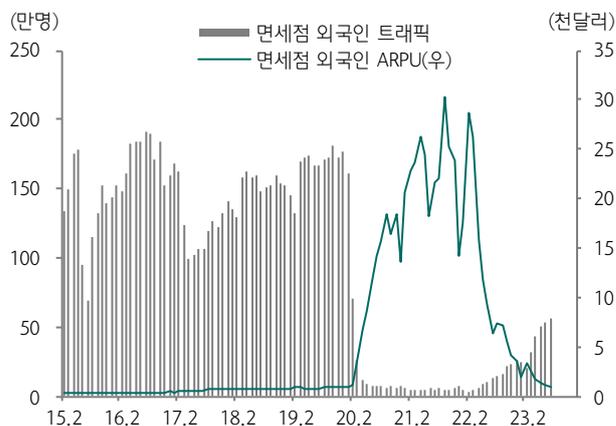
글로벌 브랜드 상품 소싱 역량 압도적 우위에 있고, 여행사와 네트워크 측면 유리한 상황에 있는 **호텔신라**의 수혜가 가장 클 것으로 기대한다. 신세계와 현대백화점 대비 시내면세점 비중이 크고 영업이익의 대부분이 면세점에서 창출되기 때문에 영업레버리지 효과도 클 것으로 예상된다. **신세계**의 경우 단기적 실적 모멘텀은 제한적이어도 밸류에이션이 낮은 수준에 있기 때문에 면세점 실적이 예상치 상회할 경우 주가 상승 폭은 클 수 있다. **현대백화점**은 백화점 실적 회복뿐만 아니라 면세점 사업가치 제고 가능성까지 기대되는 시점이다. 실적 턴어라운드 관점 매수 전략은 여전히 유효하다.

도표 1. 월별 면세점 매출



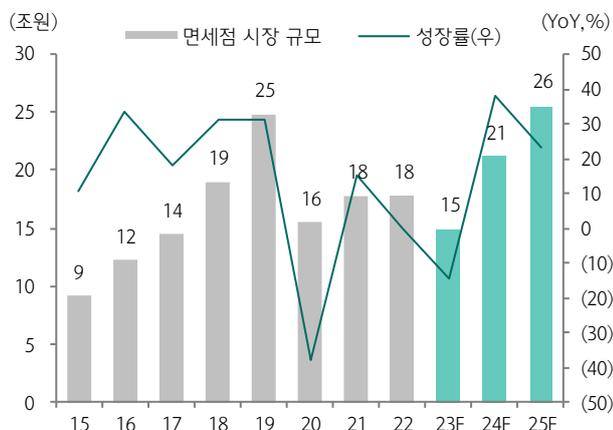
자료: 면세점협회, 하나증권

도표 2. 면세점 외국인 트래픽과 객단가 추이



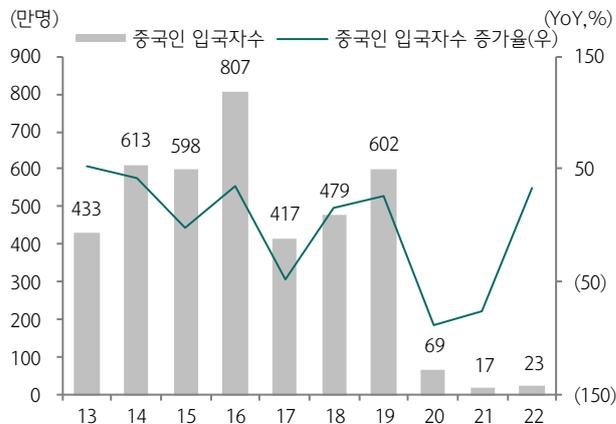
자료: 면세점협회, 하나증권

도표 3. 면세점 시장 규모 전망



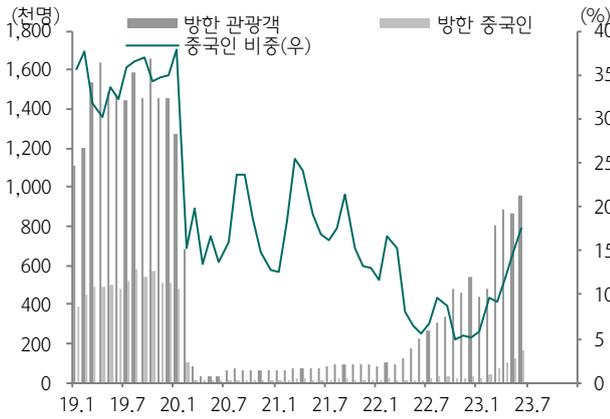
자료: 면세점협회, 하나증권

도표 4. 중국인 인바운드 추이



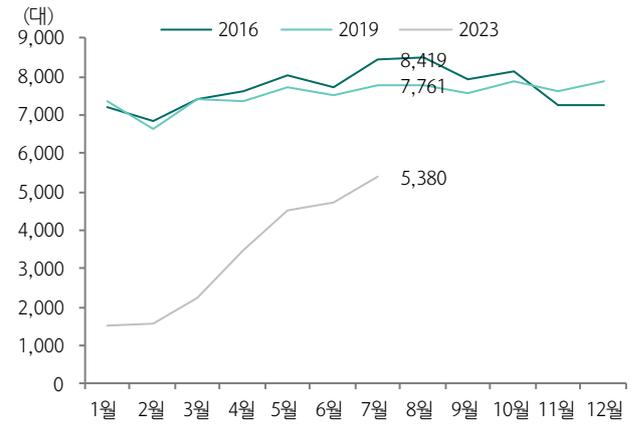
자료: 한국관광공사, 하나증권

도표 5. 월별 방한 관광객 추이



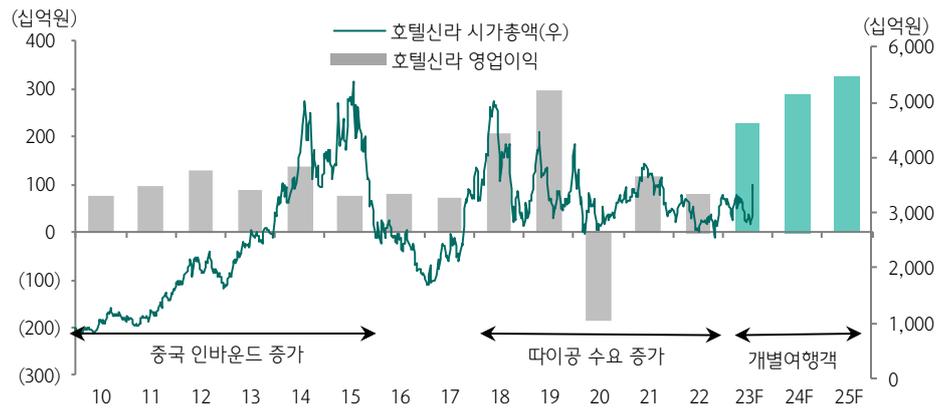
자료: 한국관광공사, 하나증권

도표 6. 한-중 비행기 운항 편수 월별 추이 비교



자료: 인천공항, 하나증권

도표 7. 호텔신라 시가총액과 영업이익 추이



자료: 호텔신라, Quantiwise, 하나증권

도표 8. 중국 인바운드 관광객 증가 수혜 업종

업태	수혜구분			내용	관련 업체
	소비 비중	추세성	시장점유율		
백화점	○	○	○	주요 업체들의 높은 MS 소비 비중의 추세적 상승 긍정적 다만, 전체 매출에서 차지하는 비중 미미하다는 점 한계 (매출 비중 4%)	신세계 롯데쇼핑 현대백화점
할인점/편의점			○	주요 업체들 높은 MS 하지만, 전체 매출에서 차지하는 비중 작음(객단가가 낮음) 채널 이용 비중이 추세적으로 증가하기 힘들	이마트 BGF리테일 GS리테일
면세점	○	○	○	높은 중국인 비중과(2019년 기준 70%), 높은 채널 이용률 높은 가격 경쟁력과 진입장벽으로 차별적 성장세 가능	호텔신라 신세계 현대백화점
화장품(H&B)	○	○	○	소비비중 확대와 추세적 비중 확대 국면 긍정적 H&B 채널 내 올리브영의 높은 MS로 수혜 집중 K-pop 인기에 힘입은 인디 브랜드(색조) 트렌드 확산	올리브영
의류	○	○		높은 퀄리티, 한국 패션 문화에 대한 높은 관심 긍정적 상위 업체 낮은 시장점유율과 브랜드력 한계 전반적 의류시장 긍정적, 특정 업체 수혜로 이어지기에는 제한적	F&F 힐라홀딩스 한섬/신세계인터
사후면세점	○	○	○	소비 비중 추세적 상승 긍정적(개별여행객의 상승) 진입장벽은 낮으나 높은 MS로 수혜 집중 다만, 시장규모가 작고, 사전면세점 대비 가격경쟁력 떨어짐	글로벌텍스프리

자료: 하나증권

투자이견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

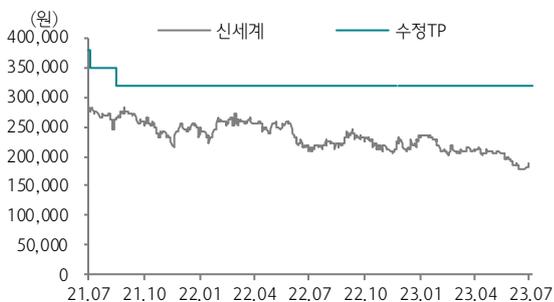
현대백화점



날짜	투자이견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
23.5.30	BUY	78,000		
23.2.14	BUY	82,000	-35.11%	-30.24%
22.12.6	BUY	84,000	-27.41%	-23.45%
22.10.31	담당자 변경		-	-
22.10.8	1년 경과		-	-
21.10.8	BUY	98,000	-25.86%	-11.84%
21.8.26	Neutral	86,000	-5.51%	-3.37%
21.7.15	BUY	94,000	-14.63%	-11.60%
21.2.24	BUY	104,000	-14.79%	-7.02%

투자이견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

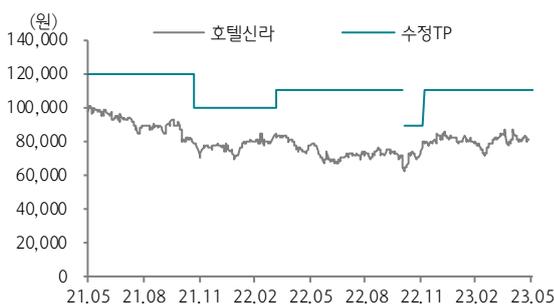
신세계



날짜	투자이견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
22.12.2	BUY	320,000		
22.10.31	담당자 변경		-	-
22.8.26	1년 경과		-	-
21.8.26	BUY	320,000	-23.35%	-12.19%
21.7.15	BUY	350,000	-23.51%	-19.43%
21.4.8	BUY	380,000	-22.37%	-15.26%

투자이견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

호텔신라



날짜	투자이견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
22.12.6	BUY	110,000		
22.11.3	BUY	90,000	-20.98%	-11.11%
22.10.31	담당자 변경		-	-
22.4.6	BUY	110,000	-32.71%	-23.82%
21.11.22	BUY	100,000	-22.19%	-15.00%
21.5.3	BUY	120,000	-23.87%	-15.42%

Compliance Notice

- 본 자료를 작성한 애널리스트(서연정)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 2023년 8월 28일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다
- 본자료를 작성한 애널리스트(서연정)는 2023년 8월 28일 현재 해당회사의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다

본 조사자료는 고객의 투자에 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 어떠한 경우에도 무 단 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 투자 의견 비율공시

- **투자 의견의 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	94.55%	5.00%	0.45%	100%

* 기준일: 2023년 08월 25일