

## 글로벌전략

## 리오프닝, 회복을 넘어 확장 진입을 타진하다

### 글로벌주식팀

김성환

☎ (02) 3772-2637

✉ shwan.kim@shinhan.com

심지현

☎ (02) 3772-2919

✉ park.sj@shinhan.com

### 시장 반등의 트리거는

- 1) 공급망 차질 완화나
  - 2) 리오프닝이 될 전망.
- 이 중 리오프닝에 주목

연초이후 속도감 있는  
봉쇄 조치 완화 전개.  
리오프닝 기대감  
다시 한번 가져볼 시점

- 🔸 선진국 봉쇄 조치 완화 속도감있게 전개. 시장, 리오프닝 기대감 반영 중
- 🔸 봉쇄 완화 되돌림 가능성 낮아. 2022년 소비는 리오프닝과 서비스가 주도
- 🔸 리오프닝 가시화 → 기업이익 지지력 확보. 호텔/리테일 리츠/카지노 주목

### 리오프닝 모멘텀, 이번엔 다를까?

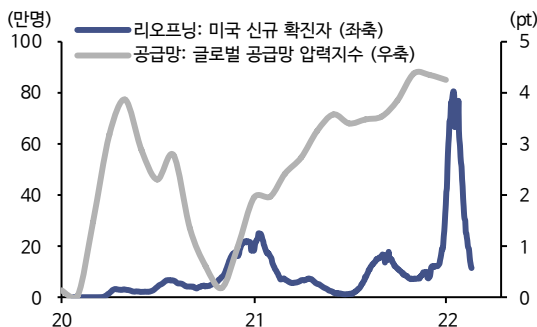
할인율(긴축, 지정학적 위험)과 관련한 부정적인 뉴스가 2월 내내 이어지고 있는 상황에서, 미국 증시의 반등 모멘텀은 펀더멘탈에 기대야 한다. 4분기 실적 시즌은 어닝 서프라이즈로 끝나가지만 시장의 반응은 미적지근하다. 따라서 경기 개선세를 제약하던 공급망 차질 완화, 리오프닝에 모멘텀을 기대해봐야 한다.

공급망과 리오프닝, 두 영역의 지표는 모두 연초 이후 긍정적으로 돌아섰다. 글로벌 공급망 압력을 대변하는 뉴욕 연은의 GSCPI 지수는 작년 11월을 기점으로 정점을 통과했다. 리오프닝의 가장 중요한 잣대인 미국의 신규 확진자 역시 12월 백만명에 달했으나 연초이후 급감해 2월말 현재 일간 10만명 수준까지 내려왔다.

이 중 리오프닝의 속도감이 빠르다. 오미크론 확산세가 둔화하고 중증 비율이 감소하자 주요 선진국은 방역 조치를 단계적으로 완화 중이며, 미국 본토의 경우 모든 주가 마스크 의무 착용이 해제됐다. 중시도 기대감을 반영하고 있다. 리오프닝을 대변하는 호텔&리조트, 항공, 카지노 업종 주가는 시장 조정 구간에서도 강세를 보이는 중이다. 팬데믹 수혜주인 인터넷, 백신주들은 하락 중이다.

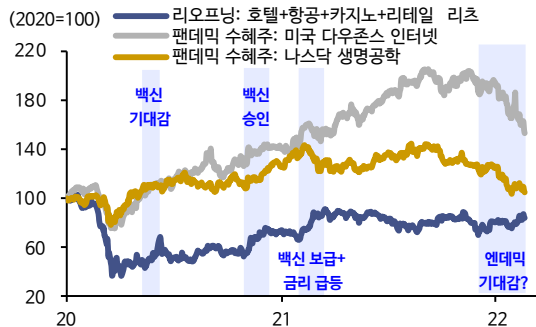
백신, 치료제가 등장한 이후 리오프닝은 꾸준히 기대감을 부여받았으나, 반복되는 변이 바이러스와 신규 확진자 급증 속 매번 미봉에 그치고 말았다. 그러나 방역 조치 완화 속 리오프닝 업황 지표들의 최근 개선세는 주목할만한 수준이며, 관련 기업들의 매출 회복세도 이어지고 있다. 한번 더 기대감을 가져볼 시점이다.

### 공급망 개선보다 속도감이 빠른 리오프닝



자료: Refinitiv, NY Fed, 신한금융투자

### 리오프닝주 강세 vs. 팬데믹 수혜주 약세



자료: Refinitiv, 신한금융투자 / 주: 음영은 리오프닝주 강세 구간

## 리오프닝 경기, 회복세를 넘어 확장 진입을 타진

리오프닝 기대감,  
확진자 감소뿐만 아니라  
실제 지표 개선으로 뒷받침

미국인들, 2월로 접어들며  
외부 활동 확대 중

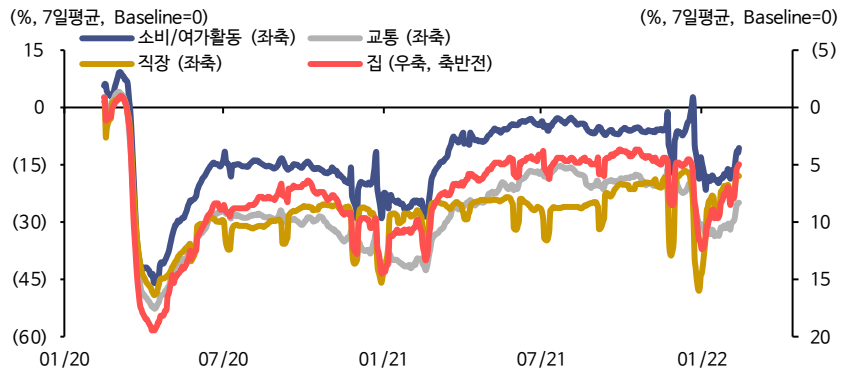
서비스 업종 실시간 업황  
지표도 2월로 접어들며  
급격히 개선 중

시장의 리오프닝 기대감과 관련주의 주가 강세는 비단 신규 확진자 감소 때문만이 아니다. 실제 업황 지표의 개선에 의해 뒷받침되고 있다. 구글 이동성 지표와 서비스 업황의 실시간 지표들을 살펴보면 연말까지만 하더라도 오미크론 확산에 시름했으나, 1월말 이후 신규 확진자 급감과 함께 모멘텀이 강화되고 있다. 회복 속도는 이전의 확산 사례와 비교해도 빠른 편이다.

구글 이동성 지수를 살펴보면 연말 미국인들은 집에 더 많이 머물렀으나, 2월로 접어들며 외부 활동을 늘리고 있다. 소비, 여가활동, 교통서비스에 쓰는 시간이 증가하고 있으며, 특히 직장 복귀 속도도 빨라졌다. 이는 지난 1월 고용지표에서 경제활동참가율의 상승에서도 확인됐던 사실이다.

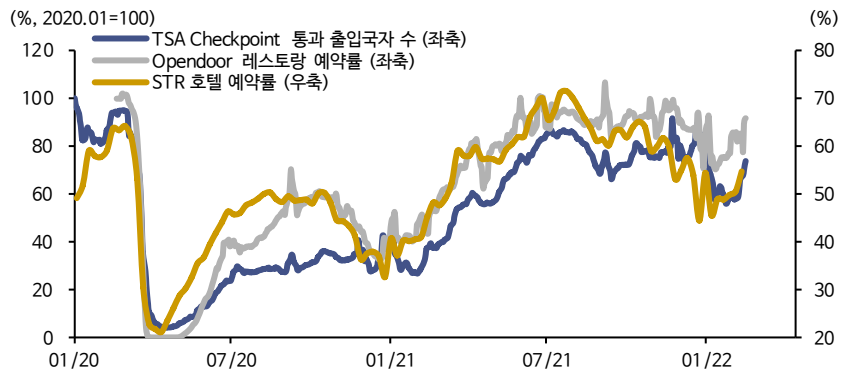
서비스 업종의 실시간 업황 지표들도 2월로 접어들며 오미크론 확산에 따른 부작용이 급격하게 해소되고 있다. Checkpoint를 통과한 출입국자 데이터, STR이 집계한 호텔 예약률 데이터, Opendoor의 레스토랑 예약 데이터가 모두 1월 바닥을 확인한 후 급격한 반등 구간으로 진입했다.

### 미국 구글 이동성 지수: 항목별 현황



자료: Google LLC, 신한금융투자

### 서비스 업종 실시간 업황 지표



자료: Refinitiv, STR, Opendoor, 신한금융투자

## 리오프닝, 확장기 진입 가능

### 1) 코로나 계절성

아직 리오프닝 모멘텀은 ‘회복’ 영역에 머무르고 있지만, 향후 ‘확장’ 국면으로 진입할 가능성을 염두에 두어야한다는 판단이다. 1) 우선 코로나의 계절성이다. 표본이 적지만 선진국의 코로나는 지난 2년간 휴가철인 6~8월, 겨울철인 11~1월에 확산세가 집중됐다 완화되길 반복했으며 이번에도 같은 패턴을 따라가고 있다.

### 2) 사망률 급감.

#### 봉쇄 강화 가능성 제약

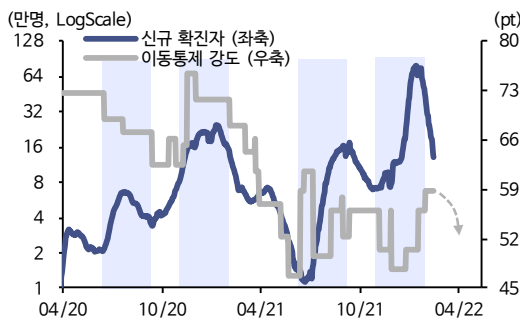
2) 사망률도 현저하게 낮아지고 있다. 확산 극초반부를 제외하면, 미국의 코로나 사망률은 줄곧 1.5%에서 유지되어왔다. 이 수치는 최근 0.5%까지 급전직하했다. 바이러스가 변이를 거듭하면서 전염성이 높아진 대신 경증 비율이 높아진 가운데, 백신이나 감염으로 면역을 확보한 사람들도 많아졌기 때문이다.

코로나 확산세가 지난 2년 경험과 같이 봄철 사그라들고 사망률이 지속적으로 낮아진다면, 방역과 봉쇄를 완화했다가 변이 바이러스가 출현하면 다시 강화할 수 밖에 없었던 지난 사이클은 반복되지 않을 수 있다.

### 3) 미국 뿐만 아니라 주요 선진국도 봉쇄 완화

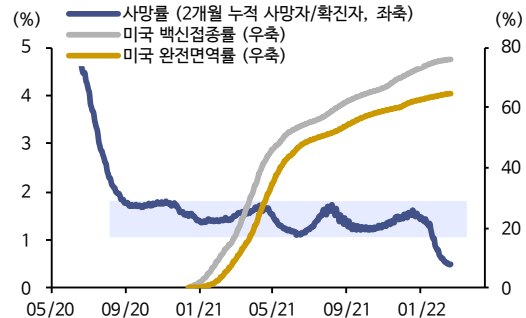
3) 미국 뿐만 아니라 유럽도 봉쇄 정책을 완화하고 있다. 영국이 먼저 확진자 자가격리 규정 폐기 가능성을 시사한데 독일, 프랑스, 스위스, 스웨덴이 방역 조치 완화에 동참했다. 미국-유럽 양 지역간 출입국 수요 회복 가시성이 높아진다.

#### 순환 주기를 보이는 코로나 확산과 방역 정책



자료: Refinitiv, 신한금융투자  
주: 음영은 6~8월, 11월~1월

#### 백신 접종 확대 속 사망률 급락



자료: Refinitiv, 신한금융투자  
주: 확진자와 사망자 시차가 3주일 점을 감안한 사망률

### 4) 기업들, 여행 수요 회복 예측

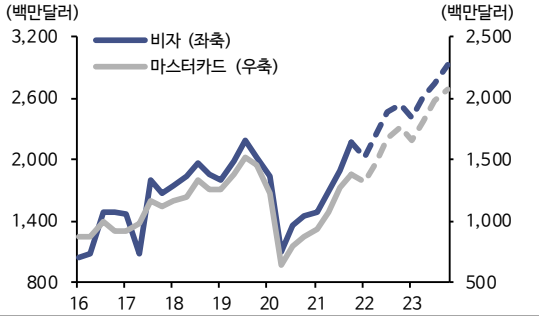
4) 4분기 실적 발표에서 리오프닝과 여행 수요가 강해질 것이라고 언급한 기업들이 있다. 대표적 사례가 비자와 마스터카드다. 양사의 4분기 국경간 결제 거래는 각각 전년대비 50%, 59% 늘었고, 1월 실적도 각각 전년대비 42%, 47% 증가했다. 양사는 연말까지 여행 수요가 코로나 이전 수준을 회복할 것이라고 언급했다.

델타 항공도 오미크론 확산에 따른 악영향이 여행 수요 회복을 늦췄지만 3월 이후 여행과 비즈니스 수요 회복이 가시화될 것이라고 언급했다. 에어비앤비와 메리엇은 오미크론 확산에도 대규모 예약 취소가 없고 오히려 강한 예약 수요에 개선된 2022년 가이드를 제시했다. 공히 리오프닝 기대감을 자극한다.

### 5) 미국 소비자들, 해외 여행 계획 세우는 중

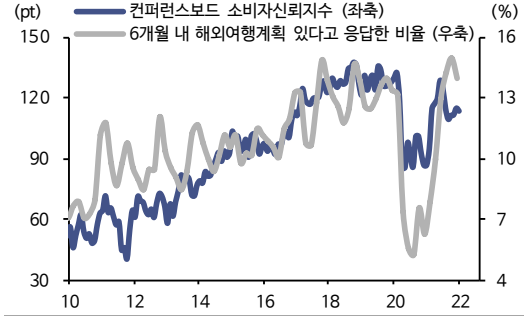
5) 미국 소비자들이 여행 계획을 세우고 있다. 컨퍼런스보드의 소비자 서베이에 6개월내 해외 휴가 계획이 있다고 언급한 소비자들의 비율은 10월 15%로 사상 최고치를 기록한 후 12월 오미크론 우려에 14%로 소폭 하락했다. 전반적인 소비 심리가 부진한 상황이라 더욱 돋보인다.

### 비자, 마스터카드 국경간 결제 거래



자료: Visa, Mastercard, 신한금융투자

### 부진한 소비심리, 돋보이는 해외 여행 계획



자료: Refinitiv, 신한금융투자

## 리오프닝과 서비스 소비에 쏠릴 소비자들의 시선

소비심리는 부진하나  
이는 재화가격 급등 때문

전술했듯 미국의 소비심리는 꽤 좋지 않다. 양대 소비 서베이 지표인 미시간 소비심리지수는 2월 61.7로 10년내 최저 수준이며 팬데믹이 한창이던 시기보다 더 낮아졌다. 컨퍼런스보드에 집계하는 소비자신뢰지수 역시 6월 128.9를 정점으로 더 높아지지 못하고 있다.

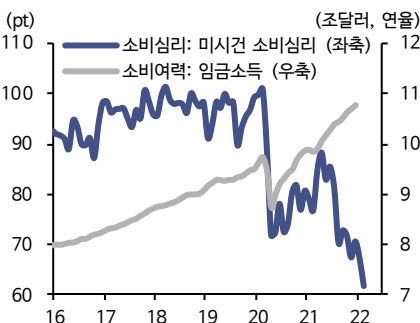
그러나 이는 대부분 집, 자동차, 유가 등 내구재와 비내구재 부문의 급격한 가격 상승이 야기한 결과다. 소비자들은 높아진 재화가격에 불만이 있지만 딱히 소비를 늦추려고 하진 않고 있는 것으로 보인다. 뉴욕 연연이 집계한 향후 가계소비지출 1년 증가율 전망은 5.5%로 집계 이래 최고 수준에 머무르고 있다.

소비 여력 견고. 향후  
소비자들의 관심은  
서비스로 옮겨갈 가능성

소비자들의 여력은 아직도 나쁘지 않다. 재난지원금은 저축으로 남아있으며 자산(주식, 부동산)가격 상승이 누적된데다 임금소득 상승세마저 가파르다. 소비 여력이 높은 상황에서 재화가격에 불만이 높다면, 향후 소비자들의 시선은 서비스, 특히 리오프닝 부문으로 옮겨갈 가능성이 높다.

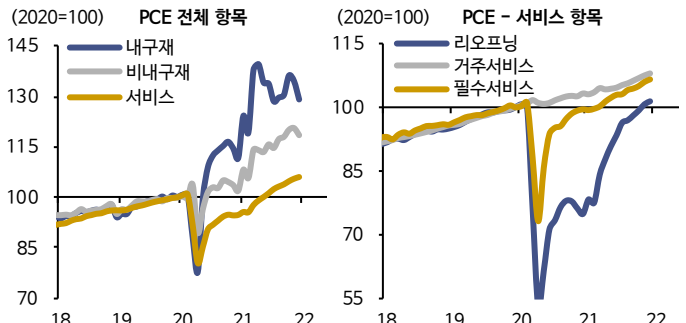
리오프닝 관련 소비지출은 명목금액 기준으로 이제 갓 팬데믹 이전 수준을 넘어섰다. 다른 소비 섹터 대비 회복 여력이 가장 높다. 2022년의 소비 모멘텀은 재화보다는 리오프닝과 서비스 소비가 견인할 가능성을 높이는 대목이다.

### 소비심리는 부진, 소비여력은 여전



자료: Refinitiv, 신한금융투자

### 미국 개인소비지출: 항목별 분해



자료: Refinitiv, 신한금융투자

주: 리오프닝 = 교통+여가+레스토랑/접객+교육, 필수 = 헬스케어+통신+교육

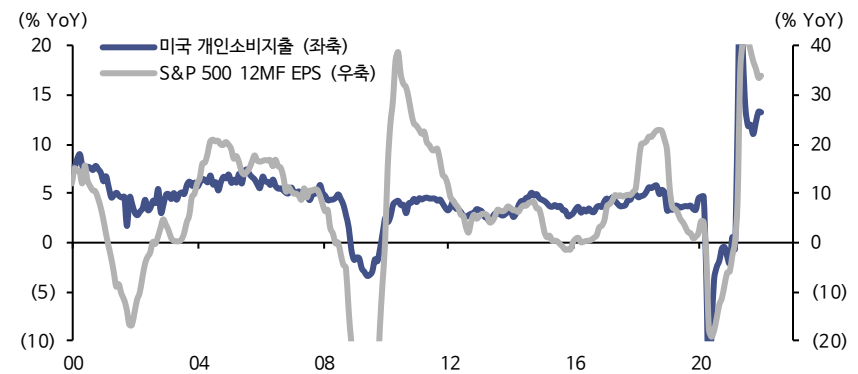
서비스 경기 회복,  
기업이익과 시장에  
긍정적일 전망

## 리오프닝, 경기와 증시에 긍정적. 호텔, 카지노, 리테일 리츠 관심

리오프닝 본격화로 소비 2/3를 차지하는 서비스 경기가 확장세로 진입할 경우 시장의 재화소비 둔화와 소비심리 급랭 우려는 경감될 수 있을 전망이다. 서비스 수요는 재화 수요에도 긍정적 영향을 미친다. 여행을 가면 먹고 마시는 수요가 발생하고, 비행기를 타면 원유와 항공기 수요가 증가하는 것과 같은 이치다.

할인을 부담과 지정학적 긴장에 노출된 시장에도 지지력을 제공해줄 전망이다. 기업이익 개선 가능성 때문이다. 미국 개인소비지출과 S&P 500의 12MF EPS 간 상관계수는 2000년 이후 68%에 달한다.

### 소비 경기가 나쁘지 않다면, 기업이익과 시장도 지지력을 얻을 것



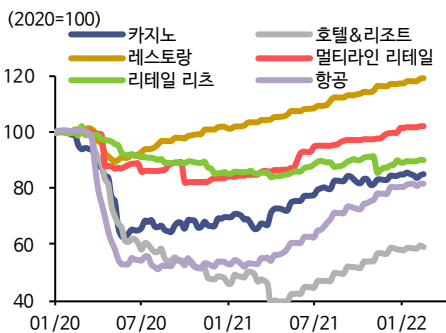
자료: Refinitiv, 신한금융투자

수혜주 선별 기준은 마진.  
호텔&리조트, 카지노,  
리테일 리츠 주목

리오프닝 테마 내 반등 가능성이 높은 업종도 선별해볼 시점이다. 리오프닝 테마는 팬데믹 이래 기업이익의 회복세가 가장 느린 섹터였고 완전히 적자 우려를 벗지 못한 기업도 존재한다. 현재까지는 기대감으로 관련 테마의 주가가 동조화됐지만 주가 반등의 지속성은 이익이 담보할 것이다.

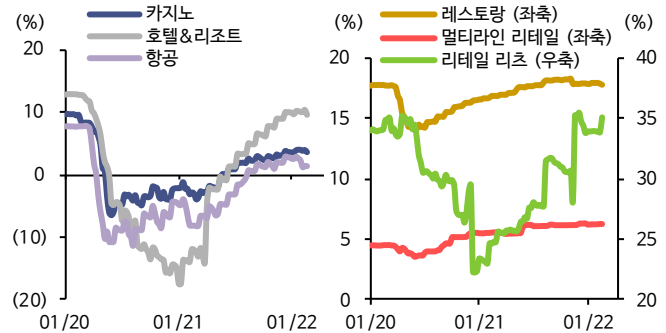
업종별로 매출 전망은 공히 개선되고 있다. 그러나 최근 서비스 업종의 인건비 등 비용 부담이 증가하는 점을 감안하면 마진 개선세가 부각되는 업종의 주가가 안정적일 전망이다. 호텔&리조트, 카지노, 리테일 리츠가 해당한다.

### 리오프닝 관련 업종 12MF 매출 추정치



자료: Refinitiv, 신한금융투자

### 리오프닝 관련 업종의 12MF 순이익률 추정치



자료: Refinitiv, 신한금융투자

## 서비스 소비: 호텔/여행 최선호

호텔 섹터:

-여행수요+출장수요

-가격 전가력 높음

-고가 소비 타겟

서비스 소비 세부 부문별 선호도는 크루즈/항공 < 리조트 < 레저/외식 < 호텔/여행 순이다. 최근 주가 흐름과 비슷한 순서며, 이 중 호텔 섹터를 최선호하는 이유로 여섯가지를 제시한다.

1) 크루즈, 항공은 유가를 비롯한 원가 리스크 때문에 비교적 회복 속도가 더딜 전망이다. 항공의 경우 실적 회복이 이루어지지 않은 상태에서 19년 수준과 비슷한 위치에 와있기 때문에 밸류에이션 부담 역시 잔존한다. 무엇보다 공급망 차질이 있던 지난 1년간 해상운임 일부를 항공운임으로 전환해 재고 부족에 대처한 재화 소비재 기업들이 다수였는데, 이 화물 수요의 완만한 하락분이 여행/출장 수요의 상승분과 상충될 것이다.

2) 호텔은 다른 대부분의 서비스 소비 업종과 똑같이 여행 수요 회복 영향을 받는 가운데, 출장 수요 회복도 더해진다. 다만 호텔 내에서는 포트폴리오 내 전략적으로 프랜차이즈 비율을 얼마나 가져가는지에 따라 실적 반응이 상이할 수 있다. 일부 항공사 역시 출장 수요 회복 혜택을 받지만 상위 이유로 모멘텀이 상쇄될 수 있다. 출장 수요에 대해서는 줌 회의 등의 신기술 안착으로 수요 일부분이 영구 손상될 것이라는 의견도 있다. 하지만 이런 수요는 동시에 더 많은 사람들을 집이나 회사에서 멀리 떨어진 곳에서 일할 수 있도록 하기 때문에, 오히려 정기 출장을 증가시킬 수 있는 요인이다.

인바운드/아웃바운드 항공 화물 추이



자료: 노동통계국(BLS), 신한금융투자

LA 롱비치 인력 수준

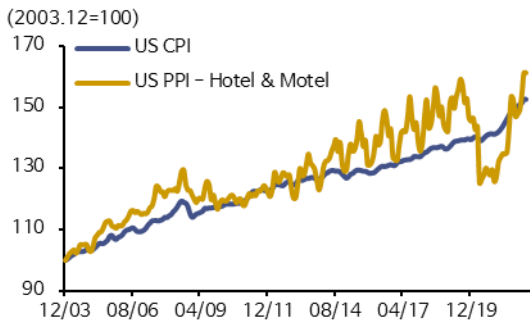


자료: 노동통계국(BLS), 신한금융투자

3) 호텔은 예약일에 따라 탄력적 가격 변화가 가능해 가격 전가력 강점이 있다. 같은 객실 예약 비즈니스인 리조트가 가격 전가력이 낮는데 비해 호텔은 소비자들이 상승한 객실 가격을 비교적 더 수용한다. 서비스 소비 역시 인플레이션에 무관하지는 않으므로 현 시점에서는 가격 전가력이 무엇보다 중요하다. 특히 여행 관련 업계는 팬데믹 기간동안 인력을 많이 축소했기 때문에 지금 직원 수를 늘려야 하는 상황이다. 해당 비용 전가 여부가 미래 실적에 관건이 될 수 있다.

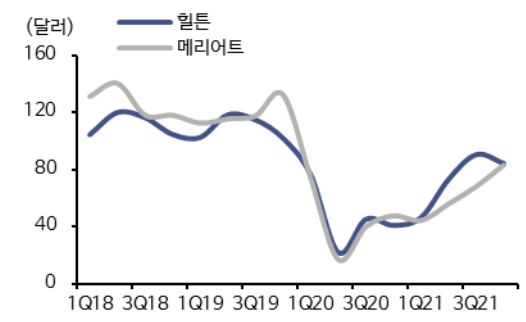
4) 최종 가격 인플레이션 관점에서 호텔 가격지수는 총 가격지수 대비 지난 두 번의 비즈니스 사이클 동안 좋은 성과를 보였다. 전체 소비재 업종 평균 대비 고단가 지출을 하는 소비자에게 노출도가 높기 때문이다. 지금과 같이 인플레이션에 민감한 상황에서는 저가 포트폴리오보다 고가 포트폴리오가 매력적이다. 또한 호텔 업종은 높은 부채비율로 인해 금리 인상에 취약할 수 있다는 점도 고려해야겠지만, 가격 전가력과 매출 회복 기대가 이를 상쇄할 수 있다는 판단이다.

### CPI와 호텔 가격 인플레이션



자료: 미국노동통계국, 신한금융투자

### 호텔 2사 RevPAR 추이: 아직 코로나 이전 레벨

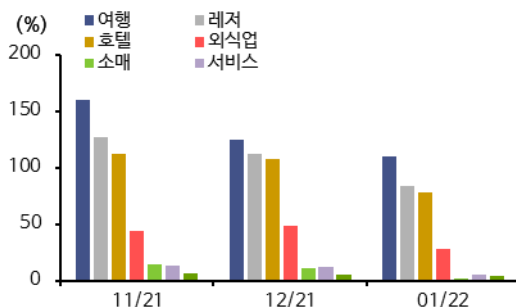


자료: Bloomberg, 신한금융투자 / 주: 사용가능한 객실당 수익

5) 외식업의 경우 여타 서비스 소비 업종에 비해 이익이 안정적으로 나오고 밸류에이션이 상대적으로 저렴하기 때문에 비교적 방어적이다. 인건비 인플레이션을 해결해야 하는 것은 호텔/여행 업종과 마찬가지로, 국가간 여행보다는 로컬 이동량 증가와 관련이 높고, 가격 전가가 다소 제한되어있으며, 원재료 상승 피해도 있어서 호텔/여행보다는 움직임이 더 둔할 수 있다.

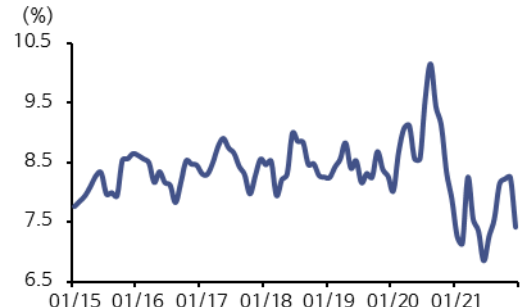
6) 미국 호텔 전반의 Cap rate(Capitalization Rate)가 상당히 낮아졌다. 해당 비율은 상업용 부동산 관련 업종에서 쓰이는데, 순영업소득(NOI)을 현재 시장가치로 나누어 계산한다. 비율이 낮을수록 더 낮은 수준의 위험성으로 더 높은 수익을 전망한다는 것을 뜻한다.

### 최근 3개월간 동일매장매출(SSS) 달러기준 성장



자료: First Data, 신한금융투자 / 주: 카드데이터

### 미국 호텔 Cap Rate



자료: Real Capital Analytics, 신한금융투자



## 가격 전가에도 상한선 존재

재화 소비도 일부 수요 지연

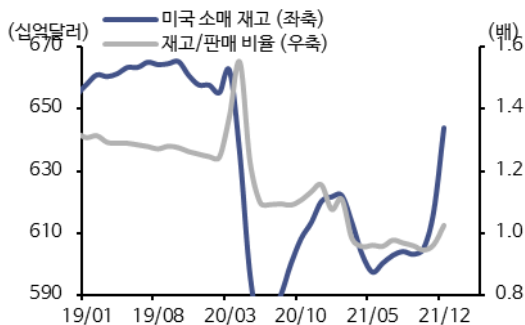
이번 인플레이션은 가격 전가의 상한을 드러내줌

간만에 리오프닝 테마에 힘이 실리고 있어 소비재 전반의 분위기가 우호적이다. 다만 몇 가지 혼재된 시그널은 주의해야 한다. 이미 지난 2년간 ‘이번에야말로 여행이 살아난다’라는 기대에 의심이 충분히 쌓여왔다. 여기서는 재화 소비재를 다시 짚어보며, 현재 고가 가격책정(Pricing) 섹터 및 종목이 왜 더 유리할 수 있는지 살펴해보았다.

### 혼재된 시그널: 강한 소비 vs 인플레이션

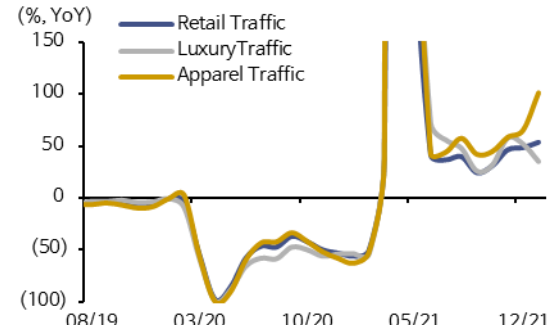
기대와 우려는 강한 수요와 인플레이션으로 충돌한다. 작년에 다수의 재화 소비재가 빠른 회복을 시현했다지만 수요는 여전히 강하다. 특히 작년말 기업들의 공급망 차질 해소 전략으로 공개적 재고 확충이 단행되었음에도 불구하고, 재고/판매 비율은 코로나 이전보다 훨씬 낮다. 재고 관리에 성공한 기업들은 긍정적 실적을 이어갔으며 시장 전체의 재고 회전율도 빠르다. 의류 등 주요 섹터 트래픽은 본격 상승했다. 재화에서도 뒤로 밀리고 있는 수요가 있다는 의미다. 이런 소비 강세 요인들은 기존 예상보다 강한 인플레이션 우려와 충돌하고 있다.

#### 재고 확충에도 불구하고, 재고/판매비율 여전히 낮아



자료: 미국 인구통계국(NAICS), 신한금융투자

#### 의류 트래픽 회복 속도 상승



자료: Prodoco, 신한금융투자

현 시장 상황에서는 고단가 제품군이 더 전가가 수월할 수 있음

최근 발표한 월마트 실적은 대형 가공식품주와 묶어 소비 동향의 프록시로 여겨진다. 월마트는 소매 업종 내에서도 방어적 성격을 가지기도 하고, 기본적으로 식료품 주식이기 때문에 소비자들의 재무 상태 건전성을 밀접하게 보여주기 때문이다. 월마트는 소매 업종 전반의 부진한 주가가 이어지는 가운데 견조한 실적을 발표했다. 미국 동일매장매출이 5.6% 증가하면서 시장점유율이 확대되었으며, 시장 전반의 제품 부족과 비용 상승에도 불구하고 마진이 거의 흔들리지 않았다.

실적보다 중요했던 것은 월마트가 현재 소비자들이 인플레이션에 반응했는지를 판단해 준 가이드라인이다. 동사는 실적에서 “소비자들이 인플레이션을 예의주시하고 있지만, 더 저렴한 대체품으로 소비 패턴을 변화시키는 행동 패턴은 아직 나타나고 있지 않다”고 밝혔다. 그러면서 향후 일부 식료품에서 가격 인상을 하고 일부는 인하하는 전략을 취할 예정이라고 언급했다.



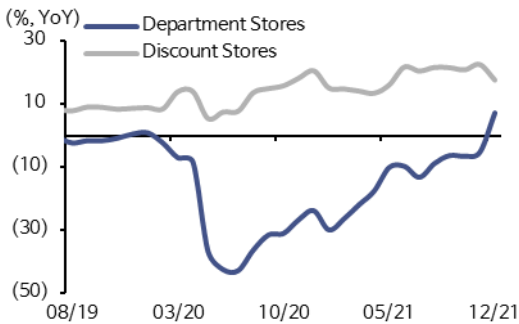
저가 카테고리

- 1) 가격 전가에 상방 존재
- 2) 지원금 축소 영향 받음

이것이 중요했던 이유는 월마트의 포트폴리오가 동종업체 대비 할인점, 식료품점 분류에 더 가깝기 때문에 다소 저가형에 맞춰져있다는 점이다(동사 매출의 가장 많은 비중이 식료품).

소비재에서 인플레이션을 바라볼 때는 각 기업이 초점을 맞추는 가격대가 중요하다. 저가 카테고리는 가격 전가 능력에 상방이 있고 지원금 축소 시 가장 먼저 영향을 받는다. 이미 작년 12월 기준으로 할인점 모멘텀은 둔화되기 시작했다. 매대의 가격표가 자주 바뀔 때, 전체 소비 수준에 영향이 갈 수도 있다.

#### 할인점 성장 속도 둔화



자료: Johnson Redbook, 신한금융투자 / 주: MTD NSA 매출액

#### 국제 곡물/소프트 지수 상대추이



자료: Bloomberg, 신한금융투자

이를 체감한 것은 음식료 섹터의 실적 발표다. 음식료는 지난해 연말부터 지금까지 필수소비적 성격, 선제적 판가 인상으로 인플레이션 방어주로 주목받았다. 다만 이들 중 일부도 구체적으로 소비자들이 인플레이션에 어떻게 반응하고 있는 지에 관한 그림을 제시했다.

가장 큰 문제는 가격전가 이후에 곡물가/원재료 가격이 추가적으로 상승했다는 점이다. 업종 특성상 이를 무한정 전가하기는 힘들다. 이번 펩시코, 코카콜라 실적 발표에서 이를 관찰할 수 있었다. 양사 모두 외형 성장에도 불구하고 각종 비용 증가로 마진이 부진했는데, 이에 대한 향후 전략은 확연히 갈렸다.

펩시는 추가 가격인상을 예고했고, 코카콜라는 음료 부문 다각화로 비용을 상쇄하려는 움직임을 보이며 가이던스를 낮췄다. 시장은 이 상반된 행보에 대해 코카콜라에 긍정적으로 반응했다. 사실 이것은 어떻게 보면 투자자들이 음료 섹터가 가격전가를 할 수 있는 수준이 턱끝까지 왔다고 판단했다는 의미기도 하다.

왜냐면 기존 펩시의 가격인상은 어느 정도의 점유율 하락을 감안한 선택이었기 때문이다. 그 상황에서 짧은 기간 내의 가격 재상승을 부정적으로 바라보는 것은, 결국 가격 전가에 상방이 존재한다는 것을 의미한다. 이는 해당 소비재가 경기탄력적인 성격을 지녀서가 아니라, 대체가 쉬운 저가 카테고리기 때문일 것이다.

## 선택 종목: 메리어트(MAR)

호텔 산업은 소비자들에게 익숙한 C-corp 호텔(메리어트, 힐튼, 하얏트 등)과 호텔리츠 두 가지로 구분된다. 당사는 호텔리츠의 비중확대 의견을 제시한 바 있다. 이번 보고서에서는 전자에 대해 분석했다. 결론부터 언급하자면 주요 호텔 중 자산경량화(asset-light)로 비용이 통제되고, 고가 객실 비중이 높아 가격 전가가 용이하며, 미국 외 지역 비중이 높아 리오프닝 모멘텀을 더 크게 받을 수 있는 메리어트를 서비스 소비 내 최선호주로 제시한다.

메리어트(MAR):

- 1) 가벼운 자산
- 2) 가격 전가 용이
- 3) 미국 외 지역 비중 높음

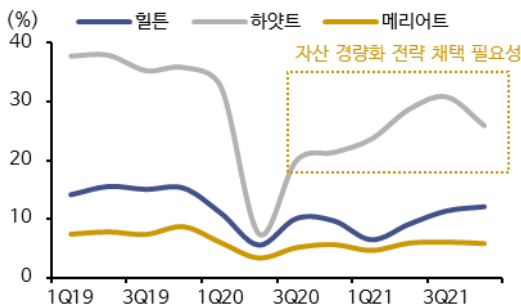
### 1. 호텔 3사의 비즈니스 모델 차이

메리어트(MAR)는 이미 자산경량화 상태로 운영되고 있어 소유/임대 비중이 1% 미만이다. 프랜차이즈 비중이 높은 기업은 호텔을 독점적으로 소유하는 기업 대비 인플레이션 영향에 일부 분리되어 있다는 장점이 있다. 동사 매출은 부동산 수익, 프랜차이즈 수수료, 관리 수수료 등으로 구성된다. 피어그룹 대비 고가 객실 비중이 높아 가격 결정력이 더 높은 특징이 있으며, 미국 외 지역 비중 역시 더 높기 때문에 글로벌 여행/호텔 숙박 수요 회복에 수혜를 더 많이 받는다. 특히 아시아태평양 지역 회복이 긍정적이다.

힐튼(HLT) 역시 호텔을 거의 소유하지 않는 구조다. 메리어트와 차이점은 객실의 주요 가격대 구성과 지역 비중이다. 힐튼의 객실 포트폴리오는 3% 가량이 럭셔리셔급, 29% 가량이 최고급, 33%는 고급, 32%는 중상급 정도의 비중을 가지고 있어 메리어트에 비해 비교적 저가 비중이 높다. 또한 20년 기준 미국이 전체 매출의 83%를 차지하고 있어 메리어트 대비 해외 비중도 적다.

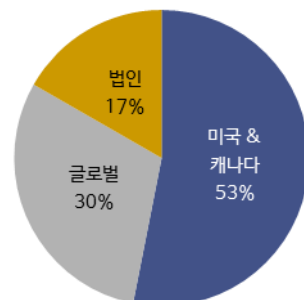
하얏트 호텔(H)의 가장 큰 특징은 소유 및 임대 호텔의 비중이 상대적으로 높다는 점이다. 자산이 높으면 EBITDA 마진을 낮추는 요인이 되기 때문에 피어 대비 다소 할인된 가격으로 거래된다. 이 때문에 빠른 자산 경량화 전략을 채택 중이다. 작년 11월 해당 전략의 일환으로, 전체가 프랜차이즈 형태로 경영되는 Apple Leisure Group를 인수했다.

호텔 3사 소유/임대 형태 매출 비중 추이



자료: Bloomberg, 신한금융투자

메리어트 지역별 매출 비중(4Q21 기준)



자료: Bloomberg, 신한금융투자

메리어트는 실적 외에도 비즈니스 구조상 분명한 선호 지점이 있다. 최근 하얏트의 객실당 수익, 1일당 평균 객실료, 객실 평균 이용률이 자산경량화 전략 등으로 크게 상승했음에도 불구하고 메리어트가 좋은 이유는 무엇일까?

자산경량화는 영업 외적으로 마진 및 주요 비율을 높일 수 있어 지난 몇 년간 맥도날드의 성장 동력이 되어주기도 한 전략이다. 최근 프랜차이즈 업종에서 인기다. 하얏트 역시 실적 및 재무상태표에 극적인 변화가 일어나고 있다. 그러나 하얏트의 경우 해당 전략이 유효하려면 시간이 필요하다. 24년까지 수수료 기반 매출 비중을 80%까지 늘리겠다는 목표를 달성하려면, Apple Leisure Group 인수만으로는 부족하기 때문에 20억 달러의 추가 자산 매각이 필요하다. 주요 비율에서 분명한 모멘텀을 확인 가능하지만 아직까지는 재무상태표의 정돈이 필요하다는 판단이다.

## 2. 안정적 가격 전가, 동종업계 대비 높은 현금창출력,

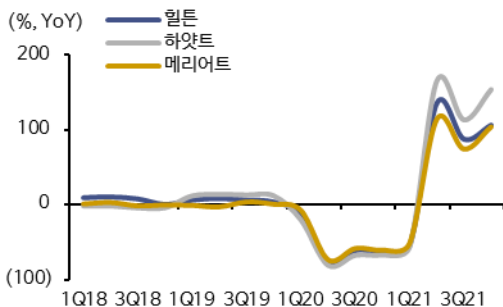
- 1) 일간 평균 객실요금 상승
- 2) 영업현금흐름 장기 상회

호텔 업종 전체가 비슷한 매출 성장률을 시현하며 강하게 반등하고 있는 가운데, 동사의 영업이익률 추이는 힐튼보다 변동성이 적은 상태에서 유사한 수준이다. 하얏트의 경우 자산 구조에 전략 변화가 있기 때문에 마진은 다소 제한되는 대신 객실당 수익, 1일당 평균 객실료, 객실 평균 이용률 등의 수치가 전부 크게 변했다. 전반적으로 매출 성장, 마진 등의 주요 실적에서는 동종기업 대비 눈에 띄는 점을 찾기 힘들다.

주목하는 데이터는 일간 평균 객실요금 추이와 영업현금흐름이다. 첫 번째로 직원 수를 다시 늘려야 하는 업종이기 때문에 가격 전가력이 미래 실적의 관건이라고 앞서 언급한 바 있다. 메리어트는 최근 4Q21 실적에서 일간 평균 객실요금 추이의 빠른 상승을 시현했다. 가격 전가가 잘 되고 있다는 것을 볼 수 있다.

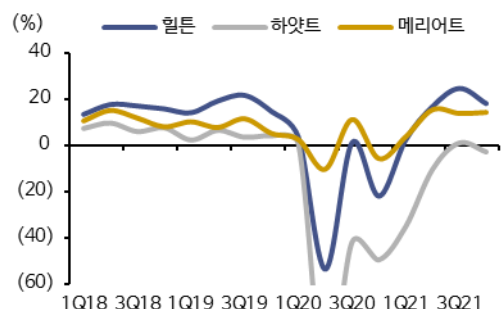
여러 이유가 있을 수 있지만 21년에 객실 점유율(Occupancy)이 약 18% 상승해 사상 최고치에 가까워진 점이 영향을 미쳤을 것이다. 피어그룹보다 출장에 대한 노출도가 높은 특성과, 상대적으로 고가에 객실 가격책정을 하기 때문에 객실 가격 변동에 소비자가 보다 비탄력적인 특징이 복합적으로 작용했을 것이다.

호텔 3사 전체 매출 성장률 추이



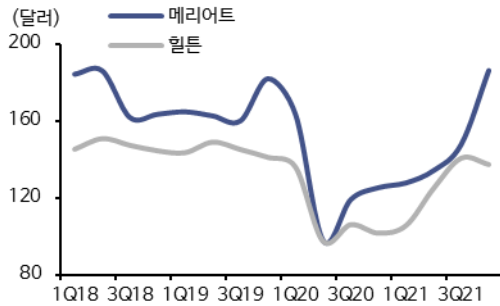
자료: Bloomberg, 신한금융투자

호텔 3사 영업이익률 추이



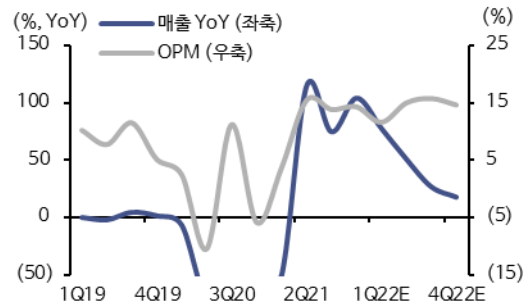
자료: Real Capital Analytics, 신한금융투자

### 호텔 2사 일간 평균 객실요금 추이



자료: Bloomberg, 신한금융투자 / 주: 하얏트 데이터 제외

### 메리어트 매출 성장 및 OPM 추이

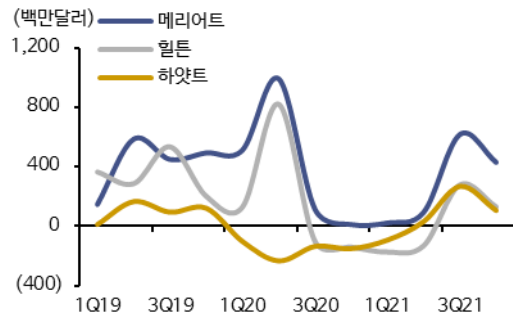


자료: Bloomberg, 신한금융투자

두 번째로는 피어그룹 대비 지속적으로 영업현금흐름이 높다는 점이다. 현금흐름이 특히 중요한 이유는 호텔 업종이 재무구조 특성상 부채비율이 높기 때문이다. 특히 메리어트는 순부채비율이 700% 이상이기 때문에 피어 그룹 내에서 레버리지가 높은 축에 속한다. 부채 자체가 높기 보다는 자본이 작기 때문이지만, 업종 전체에서 부채 관리는 항상 주요 이슈기 때문에 동사 역시 지난 몇 분기에 걸쳐 이자 비용을 줄이고 회사의 평균 부채 만기를 연장하기 위한 조치를 취했다.

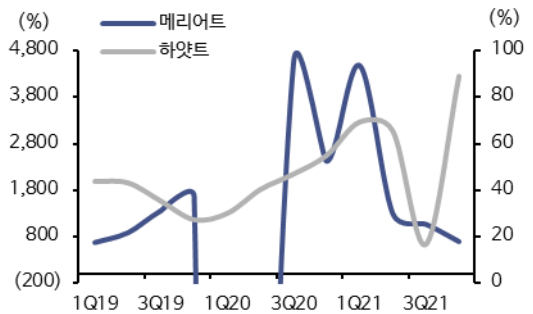
메리어트의 유동성은 높은 레버리지에도 불구하고 견고하며, 타사 대비 높은 현금창출력이 이를 더욱 안정적으로 만든다. 이는 앞서 살펴본 자산 구조와 어우러져 동사의 미래 마진에 대한 변동성을 줄인다. 컨센서스 기준 메리어트의 22년 영업이익률은 팬데믹 이전보다 높은 수준이다. 마진 축소 우려가 커지는 시장에서 리오프닝 서비스 소비 투자에 적극이라는 판단이다.

### 호텔 3사 영업현금흐름 추이



자료: Bloomberg, 신한금융투자 / 주: 하얏트 데이터 제외

### 호텔 2사 순부채비율 추이



자료: Bloomberg, 신한금융투자 / 주: 힐튼 데이터 제외(자본 음수)

## Compliance Notice

- ◆ 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다(작성자: 김성환, 심지현).
- ◆ 본 자료는 과거의 자료를 기초로 한 투자참고 자료로서, 향후 주가 움직임은 과거의 패턴과 다를 수 있습니다.
- ◆ 자료 제공일 현재 당사는 상기 회사가 발행한 주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- ◆ 자료 제공일 현재 당사는 지난 1년간 상기 회사의 최초 증권시장 상장시 대표 주권사로 참여한 적이 없습니다.
- ◆ 자료제공일 현재 조사분석 담당자는 상기회사가 발행한 주식 및 주식관련사채에 대하여 규정상 고지하여야 할 재산적 이해관계가 없으며, 추천의견을 제시함에 있어 어떠한 금전적 보상과도 연계되어 있지 않습니다.
- ◆ 당자료는 상기 회사 및 상기회사의 유가증권에 대한 조사분석담당자의 의견을 정확히 반영하고 있으나 이는 자료제공일 현재 시점에서의 의견 및 추정치로서 실적차와 오차가 발생할 수 있으며, 투자를 유도할 목적이 아니라 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 하고 있습니다. 따라서 종목의 선택이나 투자의 최종결정은 투자자 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.
- ◆ 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 어떠한 경우에도 당사의 허락없이 복사, 대여, 재배포될 수 없습니다.