



호텔신라 (008770)

4Q23 리뷰 : 주가도 면세 판매 중

▶ Analyst 이진협 jinhyeob.lee@hanwha.com 3772-7638 / RA 최영주 yeongjuchoi@hanwha.com 3772-7647

Buy (유지)

목표주가(하향): 100,000원

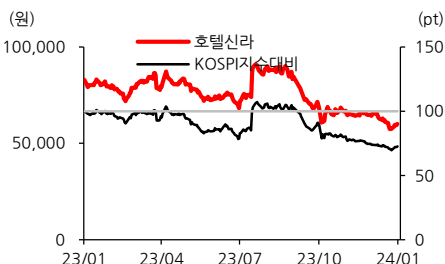
현재 주가(1/26)	60,100원
상승여력	▲ 66.4%
시가총액	23,588억원
발행주식수	39,248천주
52 주 최고가 / 최저가	91,000 / 57,400원
90 일 일평균 거래대금	230.76억원
외국인 지분율	18.6%
주주 구성	
삼성생명보험 (외 6 인)	17.3%
국민연금공단 (외 1 인)	9.8%
자사주 (외 1 인)	5.4%

주가수익률(%)	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	-7.3	-14.0	-11.9	-27.0
상대수익률(KOSPI)	-2.5	-21.8	-7.5	-27.4

(단위: 십억 원, 원, %, 배)

재무정보	2022	2023P	2024E	2025E
매출액	4,922	3,568	5,266	6,115
영업이익	78	91	277	342
EBITDA	205	219	396	449
지배주주순이익	-50	86	150	200
EPS	-1,283	2,311	4,030	5,379
순차입금	1,038	1,335	1,331	1,134
PER	-64.8	37.0	14.9	11.2
PBR	6.2	5.5	3.2	2.5
EV/EBITDA	21.2	21.6	9.4	7.9
배당수익률	0.2	0.2	0.3	0.3
ROE	-9.0	14.9	21.7	23.3

주가 추이



4Q23 Review

호텔신라는 4Q23 연결 매출액 9,376억원(-28% YoY), 영업적자 -183억원(-116억원 YoY)를 기록했다. 영업이익 기준 당사 전망치(54억원) 대비 약 200억원 이상 하회한 부진한 실적이었다. TR부문이 영업적자 -297억원(적화 YoY)으로 부진했다. 실적 부진의 주요 원인은 해외 공항 적자 확대였다. 약 300억원의 적자로 추정하는 데, 공항이용객 회복에 따른 임차료 할인 축소와 비수기에 따라 객당 매출액 감소의 미스 매치 영향으로 분석된다. 미스 매치 해소 시, 해외공항 수익성은 정상화될 수 있을 전망이다. 국내 면세점은 체화재고 및 정기적 연말 재고 소진 등 원가를 악화를 관광객 매출 비중 증가에 따른 구조적 고객 믹스 개선으로 상쇄하며, 전분기 대비 수익성이 개선된 것으로 추정한다. 호텔은 양호한 수효로 +4% YoY의 외형성장을 보였으나, 성과충당금 반영으로 영업이익은 -12% YoY 감소한 114억원을 기록했다.

24년 반전이 시작될 전망

하반기 면세점 수익성에 부담을 주었던 체화재고 소진은 23년 실적으로 사실상 마무리되었다. 외형은 지난해의 -20~40%의 낮은 기저 영향과 함께 여행 성수기로 진입하는 계절적 영향에 따른 GT의 귀환이 본격화되고 지난해 부진했던 중국 내 화장품 수요가 반전됨에 따른 아이공 수요 개선으로 강한 반전을 이뤄낼 가능성이 높다고 판단한다. 해외 공항 수익성에 대한 우려가 금번 실적을 통해 불거질 수 있으나, 정상 임차료를 지급했던 19년에도 연간 100억원 내외의 적자를 기록한 것으로 추정되기 때문에 앞서 언급한 미스 매치에 따른 일시적 부진으로 큰 우려 사항이 아니라고 판단한다.

투자의견 BUY 유지, 목표주가 10만원 하향

호텔신라에 대해 투자의견 BUY를 유지한다. 목표주가는 기존 13만원에서 10만원으로 하향하는 데, 해외 공항의 객당 매출액과 임차료 정상화 간 미스 매치 영향이 1H24까지는 이어질 수 있다는 보수적 가정 하에서 실적 전망치를 하향한 것에 따른다. 4Q23 실적 부진과 MSCI 편출 가능성에 따른 수급 이탈이 있었으나, 해소 시점이 다가오고 있다. 반전의 시기가 다가오고 있어, 현 시점에서 저가 매수를 적극 고려할 것을 권고한다. 당사 유통업종 최선후주 의견을 유지한다.

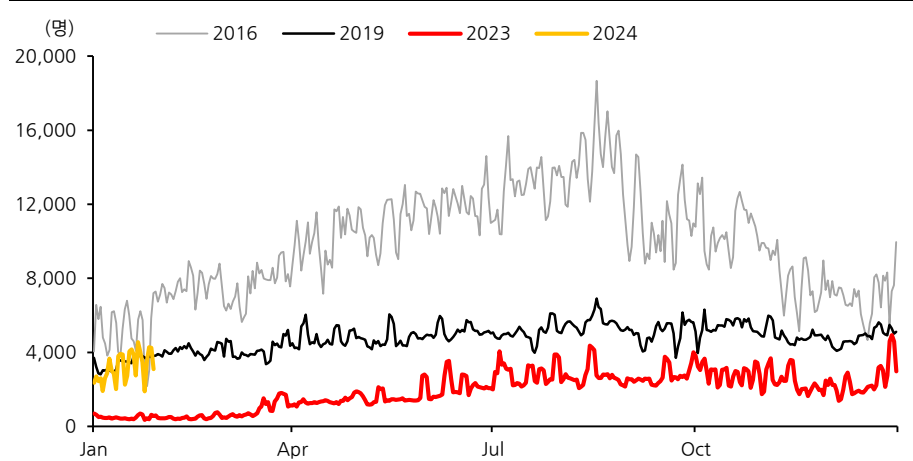
[표1] 호텔신라 실적 테이블

(단위: 억 원)

	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23P	1Q24E	2Q24E	3Q24E	4Q24E	2022	2023P	2024E
매출액	7,521	8,669	10,118	9,376	11,687	13,181	13,878	13,918	49,220	35,684	52,664
YoY	-31.3%	-25.6%	-25.7%	-27.9%	55.4%	52.1%	37.2%	48.4%	30.2%	-27.5%	47.6%
TR	6,085	7,081	8,451	7,720	10,196	11,532	12,147	12,206	43,263	29,337	46,081
시내점	3,345	3,253	3,425	3,722	5,774	6,162	6,498	6,260	37,887	13,745	24,694
공항점	2,740	3,828	5,026	3,998	4,422	5,370	5,649	5,946	5,376	15,592	21,387
호텔&레저	1,436	1,588	1,667	1,656	1,491	1,650	1,731	1,712	5,957	6,347	6,583
영업이익	345	672	77	-183	556	826	863	522	782	911	2,768
YoY	128.5%	55.6%	-71.1%	적지	61.3%	23.0%	1021.4%	흑전	-34.2%	16.5%	203.9%
TR	252	432	-163	-297	449	565	602	400	85	224	2,016
호텔&레저	93	240	240	114	108	261	261	122	697	687	752
영업이익률	4.6%	7.8%	0.8%	-2.0%	4.8%	6.3%	6.2%	3.8%	1.6%	2.6%	5.3%
TR	4.1%	6.1%	-1.9%	-3.8%	4.4%	4.9%	5.0%	3.3%	0.2%	0.8%	4.4%
호텔&레저	6.5%	15.1%	14.4%	6.9%	7.2%	15.8%	15.1%	7.1%	11.7%	10.8%	11.4%

자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림1] 제주도 외국인 입도 관광객 추이



자료: 제주특별자치도관광협회, 한화투자증권 리서치센터

[재무제표]

손익계산서 (단위: 십억 원)					
12 월 결산	2021	2022	2023P	2024E	2025E
매출액	3,779	4,922	3,568	5,266	6,115
매출총이익	1,723	2,761	1,454	2,319	2,642
영업이익	119	78	91	277	342
EBITDA	246	205	219	396	449
순이자손익	-33	-30	-24	-32	-28
외화관련손익	-6	-9	-2	0	0
지분법손익	-50	-15	-2	0	0
세전계속사업손익	48	-60	107	205	274
당기순이익	27	-50	86	150	200
지배주주순이익	27	-50	86	150	200
증가율(%)					
매출액	18.5	30.2	-27.5	47.6	16.1
영업이익	흑전	-34.1	16.4	203.6	23.6
EBITDA	537.8	-16.9	6.9	80.9	13.5
순이익	흑전	적전	흑전	74.2	33.4
이익률(%)					
매출총이익률	45.6	56.1	40.7	44.0	43.2
영업이익률	3.1	1.6	2.6	5.3	5.6
EBITDA 이익률	6.5	4.2	6.1	7.5	7.3
세전이익률	1.3	-1.2	3.0	3.9	4.5
순이익률	0.7	-1.0	2.4	2.8	3.3

현금흐름표 (단위: 십억 원)					
12 월 결산	2021	2022	2023P	2024E	2025E
영업현금흐름	42	220	46	72	264
당기순이익	27	-50	86	150	200
자산상각비	128	126	128	119	107
운전자본증감	-207	13	-146	-197	-43
매출채권 감소(증가)	-15	-5	14	-92	-20
재고자산 감소(증가)	-2	71	-62	-308	-67
매입채무 증가(감소)	29	-6	-131	203	44
투자현금흐름	134	-81	-169	-60	-60
유형자산처분(취득)	6	-54	-55	-60	-60
무형자산 감소(증가)	0	0	0	0	0
투자자산 감소(증가)	1	-1	1	0	0
재무현금흐름	-180	146	-208	-108	-108
차입금의 증가(감소)	-151	179	-173	-100	-100
자본의 증가(감소)	-8	-8	-8	-8	-8
배당금의 지급	-8	-8	-8	-8	-8
총현금흐름	248	206	181	269	307
(-)운전자본증가(감소)	115	-135	207	197	43
(-)설비투자	22	54	57	60	60
(+)자산매각	28	0	1	0	0
Free Cash Flow	139	286	-81	12	204
(-)기타투자	-36	147	54	0	0
잉여현금	175	139	-135	12	204
NOPLAT	67	57	73	202	250
(+) Dep	128	126	128	119	107
(-)운전자본투자	115	-135	207	197	43
(-)Capex	22	54	57	60	60
OpFCF	58	264	-63	64	254

주: IFRS 연결 기준

재무상태표 (단위: 십억 원)					
12 월 결산	2021	2022	2023P	2024E	2025E
유동자산	1,087	1,479	1,093	1,397	1,581
현금성자산	261	648	240	144	241
매출채권	178	249	191	283	303
재고자산	626	555	635	943	1,009
비유동자산	1,569	1,460	1,623	1,565	1,518
투자자산	937	832	1,017	1,017	1,017
유형자산	590	592	579	529	489
무형자산	42	35	28	18	12
자산총계	2,656	2,939	2,716	2,962	3,098
유동부채	1,012	1,306	892	996	940
매입채무	454	590	420	623	668
유동성이자부채	463	618	389	289	189
비유동부채	1,068	1,093	1,206	1,206	1,206
비유동이자부채	1,041	1,068	1,186	1,186	1,186
부채총계	2,080	2,399	2,098	2,202	2,146
자본금	200	200	200	200	200
자본잉여금	197	197	197	197	197
이익잉여금	289	242	320	462	655
자본조정	-109	-99	-99	-99	-99
자기주식	-104	-104	-104	-104	-104
자본총계	577	540	618	760	952

주요지표 (단위: 원, 배)					
12 월 결산	2021	2022	2023P	2024E	2025E
주당지표					
EPS	685	-1,283	2,311	4,030	5,379
BPS	14,411	13,494	15,444	18,998	23,804
DPS	200	200	200	200	200
CFPS	6,204	5,146	4,533	6,722	7,675
ROA(%)	1.0	-1.8	3.0	5.3	6.6
ROE(%)	4.5	-9.0	14.9	21.7	23.3
ROIC(%)	3.8	3.4	4.2	10.2	12.2
Multiples(x, %)					
PER	113.9	-64.8	37.0	14.9	11.2
PBR	5.4	6.2	5.5	3.2	2.5
PSR	0.8	0.7	1.0	0.5	0.4
PCR	12.6	16.1	18.9	8.9	7.8
EV/EBITDA	17.7	21.2	21.6	9.4	7.9
배당수익률	0.3	0.2	0.2	0.3	0.3
안정성(%)					
부채비율	360.5	444.4	339.6	289.7	225.4
Net debt/Equity	215.5	192.3	216.2	175.1	119.1
Net debt/EBITDA	504.3	507.0	610.4	336.3	252.6
유동비율	107.5	113.2	122.4	140.3	168.2
이자보상배율(배)	3.0	1.8	1.8	5.3	7.0
자산구조(%)					
투자자본	59.7	51.0	60.4	63.9	62.0
현금+투자자산	40.3	49.0	39.6	36.1	38.0
자본구조(%)					
차입금	72.3	75.7	71.8	66.0	59.1
자기자본	27.7	24.3	28.2	34.0	40.9

[Compliance Notice]

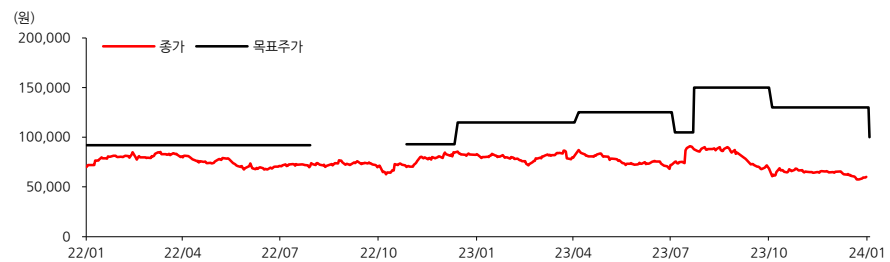
(공표일: 2024년 1월 29일)

이 자료는 조사분석 담당자가 객관적 사실에 근거해 작성하였으며, 타인의 부당한 압력이나 간섭없이 본인의 의견을 정확하게 반영했습니다. 본인은 이 자료에서 다룬 종목과 관련해 공표일 현재 관련 법규상 알려야 할 재산적 이해관계가 없습니다. 본인은 이 자료를 기관투자자 또는 제 3자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다. (이진협, 최영주)

저희 회사는 공표일 현재 이 자료에서 다룬 종목의 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.

이 자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위해 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로서 저작권이 당사에 있으며 불법 복제 및 배포를 금합니다. 이 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료나 정보출처로부터 얻은 것이지만, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 이 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과와 관련된 법적 책임소장에 대한 증빙으로 사용될 수 없습니다.

[호텔신라 주가와 목표주가 추이]



[투자의견 변동 내역]

일 시	2016.08.12	2022.04.27	2022.07.22	2022.11.22	2022.11.22	2023.01.09
투자의견	투자등급변경	Buy	Buy	담당자변경	Buy	Buy
목표가격		92,000	92,000	이진협	93,000	115,000
일 시	2023.01.30	2023.02.15	2023.02.28	2023.04.06	2023.05.02	2023.05.23
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	115,000	115,000	115,000	115,000	125,000	125,000
일 시	2023.06.26	2023.07.31	2023.08.18	2023.10.10	2023.10.30	2023.11.01
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	125,000	105,000	150,000	150,000	130,000	130,000
일 시	2023.11.29	2024.01.04	2024.01.29			
투자의견	Buy	Buy	Buy			
목표가격	130,000	130,000	100,000			

[목표주가 변동 내역별 괴리율]

일자	투자의견	목표주가(원)	괴리율(%)	
			평균주가 대비	최고(최저)주가 대비
2022.11.22	Buy	93,000	-15.83	-8.60
2023.01.09	Buy	115,000	-30.10	-24.78
2023.05.02	Buy	125,000	-38.80	-30.16
2023.07.31	Buy	105,000	-23.58	-13.33
2023.08.18	Buy	150,000	-45.56	-39.93
2023.10.30	Buy	130,000	-50.78	-47.08
2024.01.29	Buy	100,000		

[종목 투자등급]

당사는 개별 종목에 대해 향후 1년간 +15% 이상의 절대수익률이 기대되는 종목에 대해 Buy(매수) 의견을 제시합니다. 또한 절대수익률 -15~+15%가 예상되는 종목에 대해 Hold(보유) 의견을, -15% 이하가 예상되는 종목에 대해 Sell(매도) 의견을 제시합니다. 밸류에이션 방법 등 절대수익률 산정은 개별 종목을 커버하는 애널리스트의 추정에 따르며, 목표주가 산정이나 투자의견 변경 주기는 종목별로 다릅니다.

[산업 투자의견]

당사는 산업에 대해 향후 1년간 해당 업종의 수익률이 과거 수익률에 비해 양호한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Positive(긍정적) 의견을 제시하고 있습니다. 또한 향후 1년간 수익률이 과거 수익률과 유사한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Neutral(중립적) 의견을, 과거 수익률보다 부진한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Negative(부정적) 의견을 제시하고 있습니다. 산업별 수익률 전망은 해당 산업 내 분석대상 종목들에 대한 담당 애널리스트의 분석과 판단에 따릅니다.

[당사 조사분석자료의 투자등급 부여 비중]

(기준일: 2023년 12월 31일)

투자등급	매수	중립	매도	합계
금융투자상품의 비중	95.2%	4.8%	0.0%	100.0%