

(Analyst) 배송이 songyi.bae@miraeeasset.com

MIRAE ASSET
 미래에셋증권

008770 · 호텔/레저

호텔신라

매출도 비용도 불확실성 대두

 (하향)
 Trading Buy

 목표주가
 70,000원 ▼

 상승여력
 16.5%

 현재주가(24/1/26)
 60,100원

KOSPI	2,478.56	시가총액(십억원)	2,359	발행주식수(백만주)	39	외국인 보유비중(%)	18.6
-------	----------	-----------	-------	------------	----	-------------	------

Report summary

4Q23 Review: 재고 소진은 예상된 바지만, 해외 공항까지 대규모 적자 기록

4Q23 실적은 매출액 9,376억원(YoY -28%), 영업적자 183억원(YoY 적자확대, QoQ 적자전환)으로 기대를 밑돌았다. 체화재고 소진이 이어지면서 이익 악화는 예상되었던 바이나, 해외 공항에서도 200억원 이상 큰 폭의 적자가 나면서 우려보다도 이익이 다소 부진했다. 해외 공항 임차료는 공항공사와의 단기 협상으로 결정되고 있는데, 여객 수가 정상화되면서 그간 받아온 임차료 감면 혜택이 축소된 것으로 파악된다.

해외 공항 우려 완화되기 전까지 보수적인 접근 합리적

중국인 단체관광이 더디게 회복되면서 면세점 실적 개선 속도도 완만해졌다. 해외여행 재개 초입에 나타난 강한 영업 레버리지도 기대하기 어려워졌다. 시내점의 완만한 매출 회복이 예상되는 가운데, 해외 공항의 비용 불확실성이 추가로 대두되어 아쉽다. 해외 공항 우려가 완화되기 전까지 보수적인 접근이 유효하다. 이를 차치해도 완만해진 실적 회복 속도에 비롯해 당분간 탄력적인 주가 모멘텀은 찾기 어려워 보인다.

Key data

Price performance



(%)	1M	6M	12M
절대주가	-7.3	-11.9	-27.0
상대주가	-2.6	-7.8	-27.3

Earnings and valuation metrics

결산기 (12월)	2021	2022	2023P	2024F	2025F
매출액 (십억원)	3,779	4,922	3,568	4,228	4,476
영업이익 (십억원)	119	78	91	151	169
영업이익률 (%)	3.1	1.6	2.6	3.6	3.8
순이익 (십억원)	27	-50	86	98	111
EPS (원)	677	-1,254	2,150	2,457	2,785
ROE (%)	4.5	-9.0	14.9	14.8	14.6
P/E (배)	115.3	-	30.4	24.5	21.6
P/B (배)	4.6	5.2	3.6	3.0	2.6
배당수익률 (%)	0.3	0.2	0.3	0.3	0.3

주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익
 자료: 호텔신라, 미래에셋증권 리서치센터

4Q23 Review

호텔신라의 4Q23 실적은 매출액 9,376억원(YoY -28%), 영업적자 183억원(YoY 적자확대, QoQ 적자전환)으로 매출과 이익 모두 시장 기대치를 하회했다. 직전 분기에 이어서 체화재고 소진이 이어지면서 이익 악화는 예상되었던 바이나, 해외 공항에서도 200억원 이상 큰 폭의 적자가 나면서 우려보다도 이익이 다소 부진했다.

시내점

매출액 3,722억원(YoY -61%, QoQ +9%)을 기록했다. 영업이익은 -131억원으로 YoY, QoQ 적자축소로 추정한다.

파이공 축소에도 불구하고 단체관광을 포함한 관광객 수요가 늘면서 매출은 전분기비 개선 흐름을 이어갔다. 다만 직전 분기부터 진행한 체화재고 소진이 금번 분기까지 이어졌고, 연초 발주를 앞두고 추가적인 재고 정리도 진행하면서 원가에 부담을 지웠다. 파이공항 할인율도 전분기비 소폭 상승했다. 다만 브랜드 원가 보상이 일부 인식되어 적자 규모는 전분기비 축소되었다.

공항점

매출액 3,998억원(YoY +116%, QoQ -20%)을 기록했다. 영업이익은 -223억원으로 YoY, QoQ 적자전환으로 추정한다. 국내 공항에서 소폭 이익, 해외 공항에서 200억원 이상 적자를 낸 것으로 보인다.

해외 공항의 임차료는 코로나 이후로 공항공사와의 단기 협상으로 결정되고 있는데, 금번 분기 여객 수가 정상화되면서 그간 받아온 임차료 할인 혜택이 축소된 것으로 파악된다(19년 대비 싱가포르 90%, 홍콩마카오 70% 회복).

호텔레저

매출액 1,656억원(YoY +4%), 영업이익 114억원(YoY -12%)을 기록했다.

높은 베이스에도 불구하고 제주를 제외하고 주요 사이트에서 견조한 매출 성장을 시현했다. 이익은 상여충당 등의 영향으로 일시적으로 하락했다.

투자 판단

중국인 단체관광이 예상보다 더디게 회복되면서 면세점 매출의 개선 기율기와 믹스 개선 속도도 완만해졌다. 따라서 1H23 해외여행 재개 초입에 나타났던 강한 영업 레버리지도 기대하기 어려워졌다. 시내점의 완만한 속도의 실적 개선이 예상되는 가운데, 해외 공항의 비용 불확실성이 추가로 대두된 점이 아쉽다. 해외 공항 임차료는 공항 공사와의 협의로 결정된다. 코로나 이후 감면 혜택을 통해 연간 100억원 내외 이익을 기록한 만큼, 혜택이 축소될 경우 면세 부문 전체 손익에 부담을 줄 수 있다.

실적 추정치와 목표주가, 투자 의견을 하향한다(2024F 해외공항 소폭 적자, 시내공항 OPM 4.7%, YoY +4.6%p 추정). 해외 공항 관련 우려가 완화되기 전까지 보수적인 접근이 유효하다. 해외 공항 불확실성을 차치해도 완만해진 실적 회복 속도에 비롯해 당분간 탄력적인 주가 모멘텀은 기대하기 어렵겠다.

표 1. 호텔신라 연간 실적 전망

(십억원)

	2020	2021	2022	2023P	2024F	2025F
매출액	3,188	3,779	4,922	3,568	4,228	4,476
면세점	2,802	3,344	4,326	2,934	3,563	3,782
시내	2,296	3,041	3,789	1,375	1,559	1,663
공항	506	303	538	1,559	2,003	2,119
호텔/생활레저	386	435	596	635	665	694
영업이익	(185)	119	78	91	151	169
면세점	(127)	132	9	22	80	95
시내	9	100	(11)	1	73	82
공항	(136)	32	20	21	7	13
호텔/생활레저	(58)	(13)	70	69	71	74
세전이익	(361)	48	(60)	107	128	145
순이익	(283)	27	(50)	86	98	111
지배주주순이익	(283)	27	(50)	86	98	111
영업이익률(%)	(5.8)	3.1	1.6	2.6	3.6	3.8
면세점	(4.0)	3.5	0.2	0.6	1.9	2.1
시내	0.4	3.3	(0.3)	0.1	4.7	4.9
공항	(27.0)	10.4	3.7	1.3	0.3	0.6
호텔/생활레저	(15.0)	(3.0)	11.7	10.8	10.7	10.6
매출액 (YoY %)	(44.2)	18.5	30.2	(27.5)	18.5	5.9
면세점	(46.1)	19.4	29.4	(32.2)	21.4	6.2
시내	(29.9)	32.4	24.6	(63.7)	13.5	6.6
공항	(73.7)	(40.0)	77.3	190.0	28.5	5.8
호텔/생활레저	(25.2)	12.7	36.9	6.5	4.8	4.3
영업이익 (YoY %)	적전	흑전	(34.1)	16.4	65.5	12.2
면세점	적전	흑전	(93.6)	163.5	256.6	19.4
호텔/생활레저	적전	적지	흑전	(1.4)	3.2	4.0
순이익 (YoY %)	적전	흑전	적전	흑전	14.3	13.3

자료: 호텔신라, 미래에셋증권 리서치센터

표 2. 호텔신라 분기 실적 전망

(십억원)

	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23P	2023년	1Q24F	2Q24F	3Q24F	4Q24F	2024년
매출액	752	867	1,012	938	3,568	986	1,049	1,129	1,064	4,228
면세점	609	708	845	772	2,934	839	884	952	888	3,563
시내	335	325	343	372	1,375	381	381	399	399	1,559
공항	274	383	503	400	1,559	458	503	553	490	2,003
호텔/생활레저	144	159	167	166	635	147	165	177	176	665
영업이익	35	67	8	(18)	91	22	42	52	35	151
면세점	25	43	(16)	(30)	22	12	18	28	22	80
호텔/생활레저	9	24	24	11	69	9	24	25	13	71
세전이익	64	86	(4)	(38)	107	16	36	47	29	128
순이익	53	72	(3)	(36)	86	12	28	36	22	98
지배주주순이익	53	72	(3)	(36)	86	12	28	36	22	98
영업이익률(%)	4.6	7.8	0.8	(2.0)	2.6	2.2	4.0	4.6	3.3	3.6
면세점	4.1	6.1	(1.9)	(3.8)	0.8	1.5	2.0	2.9	2.5	2.2
호텔/생활레저	6.5	15.1	14.4	6.9	10.8	6.4	14.5	13.8	7.4	10.7
매출액 (YoY %)	(31.3)	(25.6)	(25.7)	(27.9)	(27.5)	31.1	21.0	11.6	13.5	18.5
면세점	(37.8)	(29.9)	(29.4)	(32.3)	(32.2)	37.9	24.8	12.6	15.1	21.4
시내	(62.7)	(63.2)	(67.5)	(61.0)	(63.7)	14.0	17.0	16.5	7.1	13.5
공항	234.6	203.8	247.8	115.9	190.0	67.0	31.4	9.9	22.5	28.5
호텔/생활레저	23.9	1.9	1.6	3.6	6.5	2.4	4.0	6.3	6.2	4.8
영업이익 (YoY %)	127.9	55.5	(71.1)	흑전	16.4	(36.8)	(38.0)	579.7	흑전	65.5
면세점	98.4	191.9	(2,816.7)	51.5	163.5	(50.6)	(59.1)	(270.8)	(173.8)	256.6
호텔/생활레저	287.5	(15.5)	(7.7)	(11.6)	흑전	0.6	(0.1)	2.1	14.8	흑전
순이익 (YoY %)	흑전	195.0	적전	흑전	흑전	(76.8)	(61.8)	흑전	흑전	14.3

자료: 호텔신라, 미래에셋증권 리서치센터

표 3. 호텔신라 Valuation Table

(원)

구분	내용	비고
12MF EPS	2,532	
Target PER(배)	27 리오프닝 이후 멀티플 상단 32배	
적정 추가	69,372	
목표 추가	70,000	
현재 추가	60,100	
상승 여력(%)	16.5	

자료: 미래에셋증권 리서치센터

호텔신라 (008770)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	2022	2023F	2024F	2025F
매출액	4,922	3,568	4,228	4,476
매출원가	2,161	2,167	2,617	2,768
매출총이익	2,761	1,401	1,611	1,708
판매비와관리비	2,683	1,310	1,459	1,539
조정영업이익	78	91	151	169
영업이익	78	91	151	169
비영업손익	-138	16	-23	-24
금융손익	-30	-22	-22	-19
관계기업등 투자손익	0	0	0	0
세전계속사업손익	-60	107	128	145
계속사업법인세비용	-9	21	29	33
계속사업이익	-50	86	98	111
중단사업이익	0	0	0	0
당기순이익	-50	86	98	111
지배주주	-50	86	98	111
비지배주주	0	0	0	0
총포괄이익	-29	86	98	111
지배주주	-29	86	98	111
비지배주주	0	0	0	0
EBITDA	205	205	244	248
FCF	167	56	162	186
EBITDA 마진율 (%)	4.2	5.7	5.8	5.5
영업이익률 (%)	1.6	2.6	3.6	3.8
지배주주귀속 순이익률 (%)	-1.0	2.4	2.3	2.5

예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	2022	2023F	2024F	2025F
유동자산	1,479	1,433	1,610	1,516
현금 및 현금성자산	534	569	629	488
매출채권 및 기타채권	248	179	203	205
재고자산	555	583	662	701
기타유동자산	142	102	116	122
비유동자산	1,460	1,360	1,352	1,328
관계기업투자등	33	24	27	29
유형자산	592	529	483	449
무형자산	35	24	16	11
자산총계	2,939	2,793	2,962	2,844
유동부채	1,306	1,089	1,165	942
매입채무 및 기타채무	299	215	244	259
단기금융부채	550	593	601	346
기타유동부채	457	281	320	337
비유동부채	1,093	1,086	1,088	1,089
장기금융부채	1,068	1,068	1,068	1,068
기타비유동부채	25	18	20	21
부채총계	2,399	2,175	2,253	2,032
지배주주지분	540	618	709	813
자본금	200	200	200	200
자본잉여금	197	197	197	197
이익잉여금	242	321	411	515
비지배주주지분	0	0	0	0
자본총계	540	618	709	813

예상 현금흐름표 (요약)

(십억원)	2022	2023F	2024F	2025F
영업활동으로 인한 현금흐름	220	96	202	226
당기순이익	-50	86	98	111
비현금수익비용가감	256	158	145	132
유형자산감가상각비	112	103	86	74
무형자산상각비	14	11	8	5
기타	130	44	51	53
영업활동으로인한자산및부채의변동	13	-150	-36	-8
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	-5	14	-5	-2
재고자산 감소(증가)	71	-28	-79	-39
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	-6	-45	16	8
법인세납부	-5	-21	-29	-33
투자활동으로 인한 현금흐름	-81	8	-93	-60
유형자산처분(취득)	-54	-40	-40	-40
무형자산감소(증가)	0	0	0	0
장단기금융자산의 감소(증가)	-18	74	-26	-13
기타투자활동	-9	-26	-27	-7
재무활동으로 인한 현금흐름	146	-79	-45	-306
장단기금융부채의 증가(감소)	115	-25	9	-256
자본의 증가(감소)	0	0	0	0
배당금의 지급	-8	-8	-8	-8
기타재무활동	39	-46	-46	-42
현금의 증가	291	35	61	-141
기초현금	243	534	569	629
기말현금	534	569	629	488

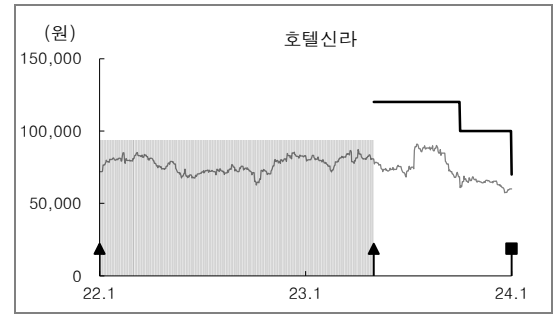
자료: 호텔신라, 미래에셋증권 리서치센터

예상 주당가치 및 valuation (요약)

	2022	2023F	2024F	2025F
P/E (x)	-	30.4	24.5	21.6
P/CF (x)	16.1	10.7	9.9	9.9
P/B (x)	5.2	3.6	3.0	2.6
EV/EBITDA (x)	20.9	17.6	13.7	13.0
EPS (원)	-1,254	2,150	2,457	2,785
CFPS (원)	5,146	6,092	6,076	6,086
BPS (원)	16,106	18,065	20,332	22,926
DPS (원)	200	200	200	200
배당성향 (%)	-14.8	8.6	7.6	6.7
배당수익률 (%)	0.2	0.3	0.3	0.3
매출액증가율 (%)	30.2	-27.5	18.5	5.9
EBITDA증가율 (%)	-16.9	0.3	19.0	1.6
조정영업이익증가율 (%)	-34.1	16.3	65.5	12.2
EPS증가율 (%)	-	-	14.3	13.3
매출채권 회전율 (회)	103.4	81.9	108.5	104.9
재고자산 회전율 (회)	8.3	6.3	6.8	6.6
매입채무 회전율 (회)	13.0	15.5	20.9	20.2
ROA (%)	-1.8	3.0	3.4	3.8
ROE (%)	-9.0	14.9	14.8	14.6
ROIC (%)	4.8	5.1	8.0	9.4
부채비율 (%)	444.4	351.8	317.8	250.0
유동비율 (%)	113.2	131.6	138.2	160.9
순차입금/자기자본 (%)	179.8	163.3	133.6	101.8
조정영업이익/금융비용 (x)	1.8	2.0	3.3	4.0

투자의견 및 목표주가 변동추이

제시일자	투자의견	목표주가(원)	과리율(%)	
			평균주가대비	최고(최저)주가대비
호텔신라 (008770)				
2024.01.29	Trading Buy	70,000	-	-
2023.10.30	매수	100,000	-35.96	-31.20
2023.05.30	매수	120,000	-34.78	-24.17
2021.06.03	분석 대상 제외		-	-



* 과리율 산정: 수정주가 적용, 목표주가 대상시점은 1년이며 목표주가를 변경하는 경우 해당 조사분석자료의 공표일 전일까지 기간을 대상으로 함

투자의견 분류 및 적용기준

기업	산업
매수 : 향후 12개월 기준 절대수익률 20% 이상의 초과수익 예상	비중확대 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 대비 높거나 상승
Trading Buy : 향후 12개월 기준 절대수익률 10% 이상의 초과수익 예상	중립 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 수준
중립 : 향후 12개월 기준 절대수익률 -10~10% 이내의 등락이 예상	비중축소 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 대비 낮거나 악화
매도 : 향후 12개월 기준 절대수익률 -10% 이상의 추가하락이 예상	

매수(▲), Trading Buy(■), 중립(●), 매도(◆), 주가(—), 목표주가(→), Not covered(■)

투자의견 비율

매수(매수)	Trading Buy(매수)	중립(중립)	매도
88.55%	6.63%	4.22%	0.6%

* 2023년 12월 31일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

Compliance Notice

- 당사는 자료 작성일 현재 호텔신라 을(를) 기초자산으로 하는 주식워런트증권에 대해 유동성공급자(LP)업무를 수행하고 있습니다.
- 당사는 본 자료를 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 조사분석 대상법인의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 본 자료는 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었음을 확인합니다.

본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 종목 선택이나 투자시기에 대한 최종 결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 조사분석자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 허락 없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.