

호텔신라 (008770)

실적 부진에 실망할 필요는 없으나 인내심은 필요

23년 4분기 영업이익의 시장기대치 하회할 것으로 전망

23년도 4분기 매출액은 9,799억원(-24.6% YoY), 영업이익은 142억원(YoY 흑자전환)이 전망되며 시장 기대치(매출액 1조 727억원, 영업이익 209억원)를 하회할 것으로 예상된다. 4분기 동사 매출은 3분기와 비교하였을 때, 큰 실적 모멘텀은 없는 것으로 판단된다. 동사는 2022년 상반기에 다이고항 물건이 많이 발주되었다. 1년 6개월 지난 2023년 3~4분기에 체화 재고로 분류되는 시점에 도래한 물량이 많다. 따라서 4분기까지 체화 재고 영향이 가장 크다고 볼 수 있다.

관광금지 조치가 풀린 이후에도 단체관광 매출 회복이 더딘 이유

동사 국내 면세점 매출액에서 단체관광 매출 비중은 5%로 추정된다. 8월 단체관광 금지 조치가 해제되었음에도 불구하고, 단체관광객 회복 속도가 더딘 이유는 크게 3가지로 생각해 볼 수 있다. 첫째, 한국-중국 항공편 회복이 더디게 진행되었다. 둘째, 제주를 제외한 지역을 방문을 할 때에는 비자를 발급을 받아야 되는데 비자 발급 센터의 수가 부족했다. 셋째, 가장 중요한 부분으로 방한 중국인 여행객들을 상대로 운영을 했던 한국 인바운드 여행사가 코로나 기간 동안 폐업한 경우가 발생하였다. 식당, 호텔의 경우 폐업하였거나 가격이 변동하였다. 여행인력들을 확충하고 단체관광 여행 코스를 처음부터 다 구성을 해야 하는 걸림돌이 가장 큰 제약 요건으로 보인다. 현재 이런 부분들이 점진적으로 해소가 되어 나가고 있는 상황이다.

투자의견 BUY 유지, 목표주가 80,000원으로 하향

동사에 대해 투자의견 BUY를 유지하고 목표주가는 8만원으로 하향한다. 목표주가는 12M FWD EPS에 목표 PER 19배(2019년 최저 PER)를 적용하였다. 최저 PER을 적용한 이유는 4분기까지 체화재고 소진으로 원가율 상승 및 인천공항면세점 고정비 증가에 따른 영업이익률 하락이 예상되기 때문이다.

Forecasts and valuations (K-IFRS 연결)

(억원, 원, %, 배)

결산 (12월)	2021A	2022A	2023F	2024F
매출액	37,791	49,220	36,107	45,246
영업이익	1,188	783	1,236	2,125
지배순이익	271	-502	1,308	1,589
PER	127.5	-58.6	19.6	14.6
PBR	5.7	5.3	3.6	2.6
EV/EBITDA	19.2	19.7	13.3	8.4
ROE	4.5	-9.0	21.4	20.6

자료: 유안타증권



이승은 회장/유통
seungeun.lee@yuantakorea.com

BUY (M)

목표주가 80,000원 (D)

현재주가 (1/16) **59,100원**

상승여력 **35%**

시가총액	23,551억원
총발행주식수	40,000,000주
60일 평균 거래대금	244억원
60일 평균 거래량	375,244주
52주 고/저	91,000원 / 59,100원
외인지분율	18.46%
배당수익률	0.24%
주요주주	삼성생명보험 외 5인

주가수익률 (%)	1개월	3개월	12개월
절대	(10.5)	(16.1)	(28.2)
상대	(8.1)	(18.1)	(31.0)
절대 (달러환산)	(12.8)	(14.7)	(33.4)

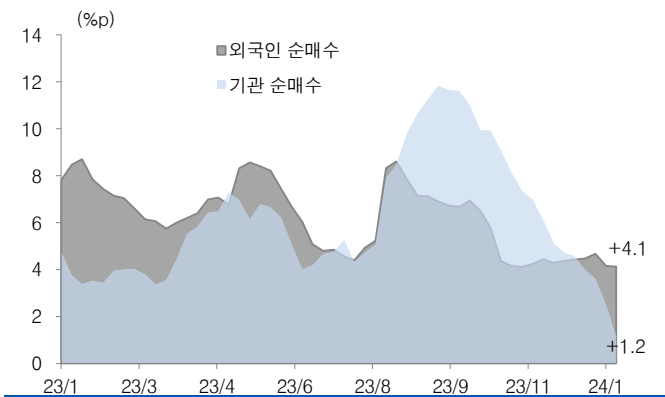
[표 1] 호텔신라 실적 추이 및 전망

(단위: 억원, %)

	1Q.23	2Q.23	3Q.23	4Q.23E	1Q.24E	2Q.24E	3Q.24E	4Q.24E	2022	2023E	2024E
매출액	7,521	8,669	10,118	9,799	9,904	10,806	12,527	12,009	49,220	36,107	45,246
YoY	-31.3	-25.6	-25.7	-24.6	31.7	24.6	23.8	22.6	30.2	-26.6	25.3
면세유통	6,085	7,081	8,451	8,094	8,440	9,203	10,823	10,292	43,263	29,711	38,758
시내	3,345	3,253	5,026	4,614	5,317	4,602	6,386	6,175	37,887	16,238	22,479
공항	2,740	3,828	3,425	3,480	3,123	4,602	4,437	4,117	5,376	13,473	16,279
호텔&레저	1,436	1,588	1,667	1,705	1,464	1,603	1,704	1,717	5,957	6,396	6,488
영업이익	345	672	77	142	352	702	611	460	783	1,237	2,125
YoY	127.9	55.6	-70.9	흑전	1.9	4.4	689.2	223.9	-34.1	57.9	71.8
면세유통	252	432	-163	11	255	454	361	326	85	532	1,396
호텔&레저	93	240	240	131	97	248	250	134	697	704	729
영업이익률	4.6	7.8	1.4	3.4	3.6	6.5	4.9	3.8	1.6	3.4	4.7
면세유통	4.1	6.1	0.1	1.8	3.0	4.9	3.3	3.2	0.2	1.8	3.6
호텔&레저	6.5	15.1	7.7	11.0	6.6	15.5	14.7	7.8	11.7	11.0	11.2

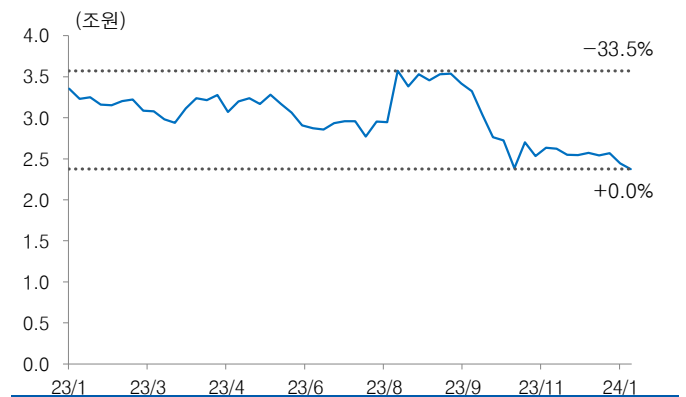
자료: 호텔신라, 유안타증권 리서치센터

[그림 1] 국내 기관과 외국인 누적순매수 비중



자료: Quantwise, 유안타증권 리서치센터

[그림 2] 시가총액과 최고/최저가 대비 현재가 괴리율



자료: Quantwise, 유안타증권 리서치센터

[표 2] 호텔신라 목표주가 산정 PER Multiple

	2024F	2025F	비고
[지배주주]순이익 (억원)	1,589	2,351	
주식수 (만주)	3,925	3,925	보통주 기말 발행 주식수
EPS (원)	4,049	5,990	12M FWD EPS 4,210원
적정 PER (배)	19	19	2019년 평균 PER
적정주가 (원)	72,875	107,822	80,000원
상승여력 (%)	23.3	82.4	35

자료: 유안타증권 리서치센터

호텔신라 (008770) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

손익계산서		(단위: 억원)				
결산(12월)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F	
매출액	37,791	49,220	36,107	45,246	53,111	
매출원가	20,564	21,611	20,721	25,832	30,143	
매출총이익	17,227	27,609	15,386	19,414	22,968	
판관비	16,039	26,826	14,150	17,289	20,079	
영업이익	1,188	783	1,236	2,125	2,889	
EBITDA	2,465	2,047	2,500	3,389	4,153	
영업외손익	-709	-1,380	344	32	263	
외환관련손익	-57	-90	256	369	505	
이자손익	-332	-295	-220	-143	-68	
관계기업관련손익	0	0	10	12	15	
기타	-320	-994	298	-206	-189	
법인세비용차감전순이익	479	-596	1,580	2,157	3,152	
법인세비용	209	-95	272	567	801	
계속사업순이익	271	-502	1,308	1,589	2,351	
중단사업순이익	0	0	0	0	0	
당기순이익	271	-502	1,308	1,589	2,351	
지배지분순이익	271	-502	1,308	1,589	2,351	
포괄순이익	282	-290	1,515	1,798	2,563	
지배지분포괄이익	282	-291	1,516	1,799	2,565	

주: 영업이익 산출 기준은 기존 k-GAAP과 동일. 즉, 매출액에서 매출원가와 판관비만 차감

현금흐름표					(단위: 억원)
결산(12월)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
영업활동 현금흐름	423	2,205	4,488	2,631	3,353
당기순이익	271	-502	1,308	1,589	2,351
감가상각비	1,114	1,125	1,125	1,125	1,125
외환손익	-34	-37	-256	-369	-505
중속, 관계기업관련손익	492	91	-10	-12	-15
자산부채의 증감	-2,069	129	713	-1,291	-1,176
기타현금흐름	649	1,399	1,608	1,588	1,573
투자활동 현금흐름	1,343	-807	483	-740	-666
투자자산	1,386	-229	347	-380	-327
유형자산 증가 (CAPEX)	-221	-539	-255	-222	-233
유형자산 감소	276	1	112	98	101
기타현금흐름	-98	-39	278	-236	-206
재무활동 현금흐름	-1,802	1,460	-742	-323	-282
단기차입금	11	1,278	-618	-248	-230
사채 및 장기차입금	-1,255	-125	-245	-213	-202
자본	0	0	0	0	0
현금배당	-76	-76	-76	-76	-76
기타현금흐름	-482	382	197	214	226
연결범위변동 등 기타	63	55	-1,567	23	84
현금의 증감	27	2,912	2,661	1,591	2,489
기초 현금	2,402	2,429	5,341	8,002	9,593
기말 현금	2,429	5,341	8,002	9,593	12,082
NOPLAT	1,188	783	1,236	2,125	2,889
FCF	203	1,665	4,233	2,409	3,120

자료: 유안타증권

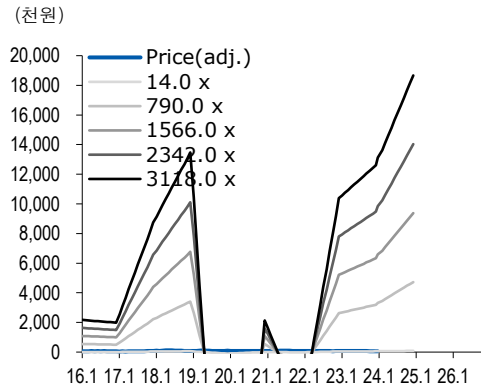
주: 1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임
2. PER 등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 주가 기준, 전망치는 현재주가 기준임
3. ROE, ROA의 경우, 자본, 자산 항목은 연초, 연말 평균을 기준으로 함

재무상태표				(단위: 억원)	
결산(12월)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
유동자산	10,872	14,788	14,932	18,277	22,276
현금및현금성자산	2,429	5,341	8,002	9,593	12,082
매출채권 및 기타채권	1,783	2,495	1,830	2,293	2,692
재고자산	6,258	5,555	4,075	5,106	5,994
비유동자산	15,692	14,597	13,129	12,370	11,565
유형자산	5,899	5,922	4,940	3,939	2,947
관계기업등 지분관련자산	438	335	391	490	575
기타투자자산	2,305	1,522	1,118	1,400	1,642
자산총계	26,564	29,385	28,061	30,647	33,841
유동부채	10,118	13,060	10,608	11,638	12,507
매입채무 및 기타채무	4,542	5,904	4,331	5,427	6,371
단기차입금	44	2,000	1,623	1,207	832
유동성장기부채	2,999	2,599	2,599	2,599	2,599
비유동부채	10,678	10,928	10,616	10,450	10,288
장기차입금	0	0	0	0	0
사채	5,491	6,388	6,143	5,930	5,728
부채총계	20,795	23,988	21,225	22,088	22,795
지배지분	5,764	5,398	6,837	8,559	11,046
자본금	2,000	2,000	2,000	2,000	2,000
자본잉여금	1,966	1,966	1,966	1,966	1,966
이익잉여금	2,886	2,423	3,655	5,168	7,444
비지배지분	5	0	0	0	0
자본총계	5,769	5,398	6,837	8,559	11,046
순차입금	12,430	10,378	7,157	4,894	1,790
총차입금	15,036	16,856	15,993	15,532	15,099

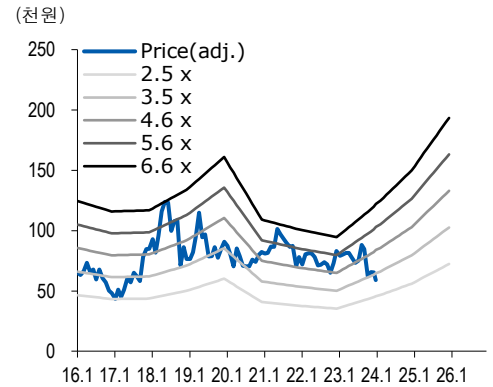
Valuation 지표		(단위: 원, 배, %)				
결산(12월)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F	
EPS	685	-1,283	3,328	4,045	5,986	
BPS	15,228	14,259	18,061	22,611	29,181	
EBITDAPS	6,162	5,117	6,249	8,471	10,381	
SPS	94,478	123,050	90,268	113,115	132,778	
DPS	200	200	200	200	200	
PER	127.5	-58.6	19.6	14.6	9.9	
PBR	5.7	5.3	3.6	2.6	2.0	
EV/EBITDA	19.2	19.7	13.3	8.4	6.1	
PSR	0.9	0.6	0.7	0.5	0.4	

재무비율		(단위: 배, %)				
결산(12월)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F	
매출액 증가율 (%)	18.5	30.2	-26.6	25.3	17.4	
영업이익 증가율 (%)	흑전	-34.1	57.8	71.9	36.0	
지배순이익 증가율 (%)	흑전	적전	흑전	21.5	47.9	
매출총이익률 (%)	45.6	56.1	42.6	42.9	43.2	
영업이익률 (%)	3.1	1.6	3.4	4.7	5.4	
지배순이익률 (%)	0.7	-1.0	3.6	3.5	4.4	
EBITDA 마진 (%)	6.5	4.2	6.9	7.5	7.8	
ROIC	7.7	7.8	14.7	27.2	44.2	
ROA	1.0	-1.8	4.6	5.4	7.3	
ROE	4.5	-9.0	21.4	20.6	24.0	
부채비율 (%)	360.5	444.4	310.4	258.1	206.4	
순차입금/자기자본 (%)	215.6	192.3	104.7	57.2	16.2	
영업이익/금융비용 (배)	3.0	1.8	2.8	5.1	7.1	

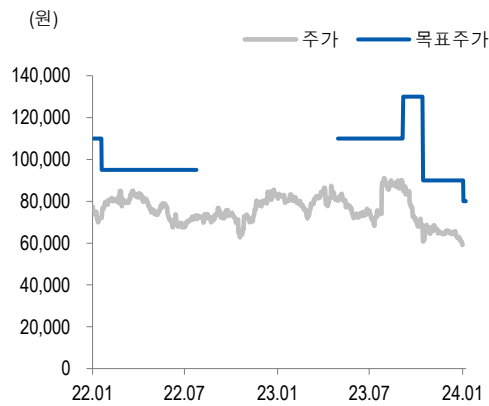
P/E band chart



P/B band chart



호텔신라 (008770) 투자등급 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2024-01-17	BUY	80,000	1년		
2023-10-30	BUY	90,000	1년	-27.95	-23.56
2023-09-21	BUY	130,000	1년	-42.77	-33.00
2023-05-15	BUY	110,000	1년	-27.75	-17.27
	담당자변경				
2022-02-03	BUY	95,000	1년	-19.37	-10.42
2021-11-01	BUY	110,000	1년	-30.00	-24.82

자료: 유안타증권

주: 과리율 = (실제주가* - 목표주가) / 목표주가 X 100

* 1) 목표주가 제시 대상시점까지의 "평균주가"

2) 목표주가 제시 대상시점까지의 "최고(또는 최저) 주가"

구분	투자여건 비율(%)
Strong Buy(매수)	0
Buy(매수)	88.7
Hold(중립)	11.3
Sell(비중축소)	0
합계	100.0

주: 기준일 2024-01-16

※ 해외 계열회사 등이 작성하거나 공표한 리포트는 투자등급 비율 산정시 제외

- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 타인의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인함. (작성자 : 이승은)
- 당사는 자료공표일 현재 동 종목 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당 기업과 관련하여 특별한 이해관계가 없습니다.
- 당사는 동 자료를 전문투자자 및 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 자료공표일 현재 대상법인의 주식관련 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 종목 투자등급 (Guide Line): 투자기간 12개월, 절대수익률 기준 투자등급 4단계(Strong Buy, Buy, Hold, Sell)로 구분한다
- Strong Buy: 30%이상 Buy: 10%이상, Hold: -10~10%, Sell: -10%이하로 구분
- 업종 투자등급 Guide Line: 투자기간 12개월, 시가총액 대비 업종 비중 기준의 투자등급 3단계(Overweight, Neutral, Underweight)로 구분
- 2014년 2월21일부터 당사 투자등급이 기존 3단계 + 2단계에서 4단계로 변경

본 자료는 투자자의 투자를 권유할 목적으로 작성된 것이 아니라, 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 작성된 참고 자료입니다. 본 자료는 금융투자분석사가 신뢰할만 하다고 판단되는 자료와 정보에 의거하여 만들어진 것이지만, 당사와 금융투자분석사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없습니다. 따라서, 본 자료를 참고한 투자자의 투자사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않습니다. 또한, 본 자료는 당사 투자자에게만 제공되는 자료로 당사의 동의 없이 본 자료를 무단으로 복제 전송 인용 배포하는 행위는 법으로 금지되어 있습니다.