



호텔신라 (008770)

3Q24 Review : 결국은 중국의 수요 문제

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

Buy (유지)

목표주가(하향): 54,000원

현재 주가(11/1)	43,600원
상승여력	▲ 23.9%
시가총액	17,112억원
발행주식수	39,248천주
52 주 최고가 / 최저가	68,800 / 43,000원
90 일 일평균 거래대금	58.92억원
외국인 지분율	13.8%

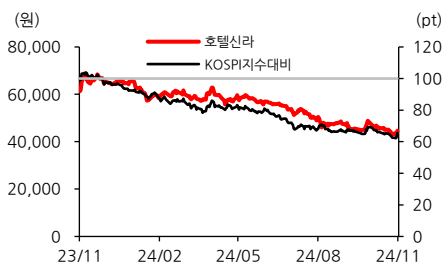
주주 구성	
삼성생명보험 (외 6 인)	17.3%
국민연금공단 (외 1 인)	5.4%
자사주 (외 1 인)	0.0%

주가수익률(%)	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	-8.8	-13.5	-26.8	-28.9
상대수익률(KOSPI)	-6.8	-5.0	-21.3	-39.3

(단위: 십억 원, 원, %, 배)

재무정보	2022	2023	2024E	2025E
매출액	4,922	3,568	4,077	5,030
영업이익	78	91	7	142
EBITDA	205	219	133	255
지배주주순이익	-50	86	-9	85
EPS	-1,283	2,186	-242	2,293
순차입금	1,038	1,152	1,177	1,126
PER	-64.8	29.9	-180.5	19.0
PBR	6.2	4.3	2.9	2.6
EV/EBITDA	21.2	17.2	22.0	11.2
배당수익률	0.2	0.3	0.5	0.5
ROE	-9.0	15.0	-1.5	13.5

주가 추이



3Q24 Review

호텔신라는 3Q24 매출액 1.02조원(+0.4% YoY), 영업적자 -170억원(적전 YoY)를 기록해 영업이익 기준 시장 기대치(272억원)을 큰 폭으로 하회했다. TR부문의 수익성 부진이 실적 쇼크의 주 원인이었는데, 결국은 중국 내 수요 부진의 영향이라 판단된다. TR부문은 매출액 8,448억원(-0.1% YoY), 영업적자 -387억원(적전 YoY)를 기록해 당사 영업이익 추정치인 15억원을 크게 하회했다. 대형 쇼핑 시즌에 맞춰 재고 발주를 하였으나, 예상보다 약한 수요에 할인율을 높인 영향으로 수익성이 부진했다. 공항점의 수익성도 기대치를 하회한 것으로 추정되는데, 기예상했던 정규 매장 전환으로 임차료 부담이 늘어난 것 외에 성수기 수요 대응을 위한 프로모션이 확대된 영향이라 판단된다. 해외점의 적자가 QoQ로 줄어드는 모습을 보였다는 점은 긍정적이었다. 호텔/레저부문은 매출액 1,714억원(+2.8% YoY), 영업이익 217억원(-9.6% YoY)으로 예상 범위 내의 실적을 기록했다.

결국은 중국의 수요 문제. 부양책에 쏠린 눈

상반기보다 3Q24의 중국 수요는 부진했었고, 대규모 쇼핑 시즌을 앞둔 타이공의 리스토킹 수요도 위축되었다. 결국은 중국의 수요 문제로 귀결이 된다. 중국 정부의 부양책의 효과가 절실한 시점이라 판단된다. 그 외의 매크로 지표는 면세점 업황에 우호적으로 변화하고 있다. 부양책 발표 이후 위안/달러 환율은 강세로 전환되었으며, 강세를 보이던 엔화가 미국 대선을 앞두고 다시 약세로 전환되었으나, 엔화 대비 원화의 절하 폭이 커지며, 해외 쇼핑 수요가 일본이 아니라 국내로 유입될 수 있는 환경이 만들어지고 있다. 부양책의 효과로 중국 수요가 견인되 기만을 기다릴 구간이다.

투자의견 BUY 유지, 목표주가 5.4만원 하향

호텔신라에 대해 투자의견 BUY를 유지하나, 목표주가는 하향된 25년 실적 전망치를 기준으로 기존 6.1만원에서 5.4만원으로 하향한다. 호텔의 이익 기여도가 큰 3분기에 적자가 나타난 것은 코로나19 영향에 있던 20년을 제외하고 없던 일이다. 그만큼 금번 실적이 바닥일 가능성이 높다. 다만 시간은 필요하다. 중국 수요 개선이 확인한 이후 비중 확대 전략이 유효하겠다.

[표1] 호텔신라 실적 테이블

(단위: 억 원)

	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24P	4Q24E	2023	2024E	2025E
매출액	7,521	8,669	10,118	9,376	9,808	10,027	10,162	10,777	35,684	40,774	50,299
YoY	-31.3%	-25.6%	-25.7%	-27.9%	30.4%	15.7%	0.4%	14.9%	-27.5%	14.3%	23.4%
TR	6,085	7,081	8,451	7,720	8,307	8,329	8,448	9,046	29,337	34,130	43,205
시내점	3,345	3,253	3,425	3,722	4,003	3,754	3,707	3,917	13,745	15,381	21,642
공항점	2,740	3,828	5,026	3,998	4,304	4,575	4,741	5,129	15,592	18,749	21,563
호텔&레저	1,436	1,588	1,667	1,656	1,501	1,698	1,714	1,731	6,347	6,644	7,094
영업이익	345	672	77	-183	121	276	-170	-161	911	66	1,424
YoY	128.5%	55.6%	-71.1%	적지	-64.9%	-58.9%	적전	적지	16.5%	-92.8%	2060.2%
TR	252	432	-163	-297	59	70	-387	-273	224	-531	680
호텔&레저	93	240	240	114	62	206	217	112	687	597	744
영업이익률	4.6%	7.8%	0.8%	-2.0%	1.2%	2.8%	-1.7%	-1.5%	2.6%	0.2%	2.8%
TR	4.1%	6.1%	-1.9%	-3.8%	0.7%	0.8%	-4.6%	-3.0%	0.8%	-1.6%	1.6%
호텔&레저	6.5%	15.1%	14.4%	6.9%	4.1%	12.1%	12.7%	6.5%	10.8%	9.0%	10.5%

자료: 한화투자증권 리서치센터

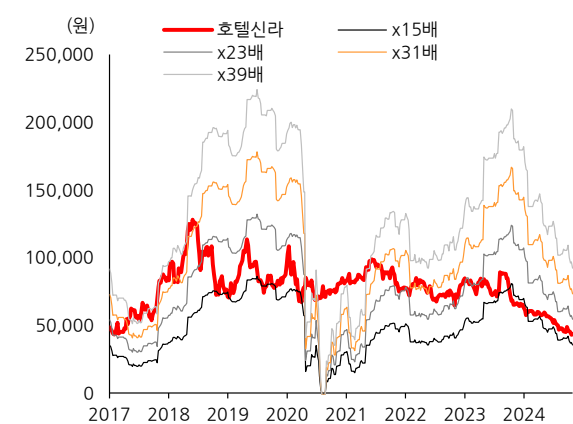
[표2] 호텔신라 P/E 밸류에이션

(단위: 억 원, 배, 천주, 원)

	25E	비고
지배순이익	853	
Target P/E	25	
적정 시가총액	21,320	
발행주식 수(자사주 제외)	39,248	자사주 제외
적정주가	54,320	

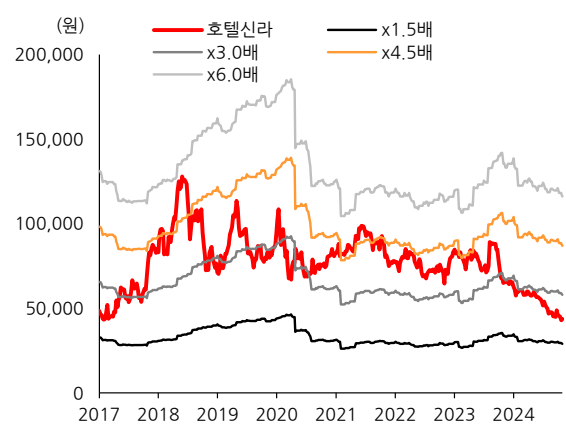
자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림1] 호텔신라 P/E 밴드



자료: Quantwise, 한화투자증권 리서치센터

[그림2] 호텔신라 P/B 밴드



자료: Quantwise, 한화투자증권 리서치센터

[재무제표]

손익계산서

(단위: 십억 원)

12월 결산	2021	2022	2023	2024E	2025E
매출액	3,779	4,922	3,568	4,077	5,030
매출총이익	1,723	2,761	1,419	1,746	2,117
영업이익	119	78	91	7	142
EBITDA	246	205	219	133	255
순이자손익	-33	-30	-23	-30	-26
외화관련손익	-6	-9	-2	-5	0
지분법손익	-50	-15	-3	-4	0
세전계속사업손익	48	-60	107	-4	117
당기순이익	27	-50	86	-9	85
지배주주순이익	27	-50	86	-9	85
증가율(%)					
매출액	64.5	30.2	-27.5	14.3	23.4
영업이익	37.2	-34.1	16.4	-92.7	2,043.7
EBITDA	79.0	-16.9	6.9	-39.4	92.3
순이익	150.3	적전	흑전	적전	흑전
이익률(%)					
매출총이익률	45.6	56.1	39.8	42.8	42.1
영업이익률	3.1	1.6	2.6	0.2	2.8
EBITDA 이익률	6.5	4.2	6.1	3.3	5.1
세전이익률	1.3	-1.2	3.0	-0.1	2.3
순이익률	0.7	-1.0	2.4	-0.2	1.7

현금흐름표

(단위: 십억 원)

12월 결산	2021	2022	2023	2024E	2025E
영업현금흐름	42	220	243	74	119
당기순이익	27	-50	86	-9	85
자산상각비	128	126	128	126	113
운전자본증감	-207	13	12	-80	-80
매출채권 감소(증가)	-15	-5	-34	-16	-82
재고자산 감소(증가)	-2	71	-67	-80	-219
매입채무 증가(감소)	29	-6	110	74	222
투자현금흐름	134	-81	-231	-91	-60
유형자산처분(취득)	6	-54	-53	-61	-60
무형자산 감소(증가)	0	0	0	0	0
투자자산 감소(증가)	1	-1	3	1	0
재무현금흐름	-180	146	-138	-41	-108
차입금의 증가(감소)	-151	179	-93	-11	-100
자본의 증가(감소)	-8	-8	-8	-8	-8
배당금의 지급	-8	-8	-8	-8	-8
총현금흐름	248	206	213	146	199
(-)운전자본증가(감소)	115	-135	18	86	80
(-)설비투자	22	54	55	61	60
(+)자산매각	28	0	1	0	0
Free Cash Flow	139	286	141	-1	59
(-)기타투자	-36	147	151	26	0
잉여현금	175	139	-10	-26	59
NOPLAT	67	57	73	5	104
(+) Dep	128	126	128	126	113
(-)운전자본투자	115	-135	18	86	80
(-)Capex	22	54	55	61	60
OpFCF	58	264	128	-16	77

주: IFRS 연결 기준

재무상태표

(단위: 십억 원)

12월 결산	2021	2022	2023	2024E	2025E
유동자산	1,087	1,479	1,380	1,490	1,743
현금성자산	261	648	448	425	376
매출채권	178	249	269	270	353
재고자산	626	555	630	721	940
비유동자산	1,569	1,460	1,626	1,553	1,500
투자자산	937	832	1,024	977	977
유형자산	590	592	573	557	511
무형자산	42	35	29	19	12
자산총계	2,656	2,939	3,007	3,043	3,243
유동부채	1,012	1,306	1,188	1,283	1,405
매입채무	454	590	677	729	951
유동성이자부채	463	618	417	464	364
비유동부채	1,068	1,093	1,210	1,168	1,169
비유동이자부채	1,041	1,068	1,183	1,138	1,138
부채총계	2,080	2,399	2,398	2,451	2,573
자본금	200	200	200	200	200
자본잉여금	197	197	197	197	197
이익잉여금	289	242	304	288	366
자본조정	-109	-99	-92	-92	-92
자기주식	-104	-104	-104	-104	-104
자본총계	577	540	608	592	670

주요지표

(단위: 원, 배)

12월 결산	2021	2022	2023	2024E	2025E
주당지표					
EPS	685	-1,283	2,186	-242	2,293
BPS	14,411	13,494	15,212	14,809	16,750
DPS	200	200	200	200	200
CFPS	6,204	5,146	5,323	3,644	4,963
ROA(%)	1.0	-1.8	2.9	-0.3	2.7
ROE(%)	4.5	-9.0	15.0	-1.5	13.5
ROIC(%)	3.8	3.4	4.5	0.3	5.9
Multiples(x, %)					
PER	113.9	-64.8	29.9	-180.5	19.0
PBR	5.4	6.2	4.3	2.9	2.6
PSR	0.8	0.7	0.7	0.4	0.3
PCR	12.6	16.1	12.3	12.0	8.8
EV/EBITDA	17.7	21.2	17.2	22.0	11.2
배당수익률	0.3	0.2	0.3	0.5	0.5
안정성(%)					
부채비율	360.5	444.4	394.1	413.7	384.0
Net debt/Equity	215.5	192.3	189.4	198.7	168.0
Net debt/EBITDA	504.3	507.0	526.4	887.0	441.2
유동비율	107.5	113.2	116.1	116.2	124.1
이자보상배율(배)	3.0	1.8	1.8	0.1	2.6
자산구조(%)					
투자자본	59.7	51.0	53.9	55.3	56.6
현금+투자자산	40.3	49.0	46.1	44.7	43.4
자본구조(%)					
차입금	72.3	75.7	72.4	73.0	69.2
자기자본	27.7	24.3	27.6	27.0	30.8

[Compliance Notice]

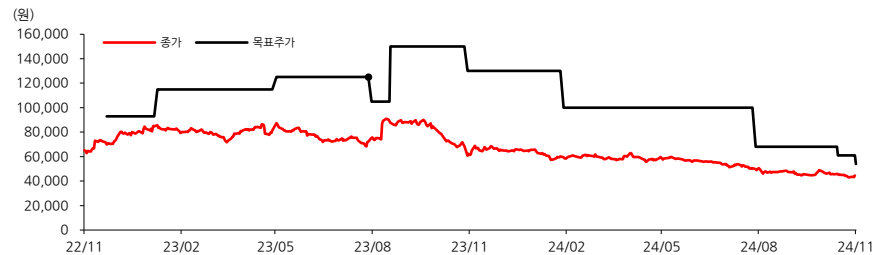
(공표일: 2024년 11월 4일)

이 자료는 조사분석 담당자가 객관적 사실에 근거해 작성하였으며, 타인의 부당한 압력이나 간섭없이 본인의 의견을 정확하게 반영했습니다. 본인은 이 자료에서 다른 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 다른 종목을 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	2022.11.22	2022.11.22	2023.01.09	2023.01.30	2023.02.15
투자의견	투자등급변경	담당자변경	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격		이진협	93,000	115,000	115,000	115,000
일 시	2023.02.28	2023.04.06	2023.05.02	2023.05.23	2023.06.26	2023.07.31
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	115,000	115,000	125,000	125,000	125,000	105,000
일 시	2023.08.18	2023.10.10	2023.10.30	2023.11.01	2023.11.29	2024.01.04
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	150,000	150,000	130,000	130,000	130,000	130,000
일 시	2024.01.29	2024.02.01	2024.02.28	2024.02.29	2024.03.25	2024.03.29
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	100,000	100,000	100,000	100,000	100,000	100,000
일 시	2024.04.09	2024.04.23	2024.04.26	2024.05.02	2024.05.31	2024.06.04
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	100,000	100,000	100,000	100,000	100,000	100,000
일 시	2024.06.28	2024.07.02	2024.07.29	2024.09.27	2024.10.15	2024.11.04
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	100,000	100,000	68,000	68,000	61,000	54,000

[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	-42.7	-37.1
2024.07.29	Buy	68,000	-30.77	-25.88
2024.10.15	Buy	61,000	-27.34	-24.84
2024.11.04	Buy	54,000		

[종목 투자등급]

당사는 개별 종목에 대해 향후 1 년간 +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 추정치에 따르며, 목표주가 산정이나 투자의견 변경 주기는 종목별로 다릅니다.

[산업 투자의견]

당사는 산업에 대해 향후 1 년간 해당 업종의 수익률이 과거 수익률에 비해 양호한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Positive(긍정적) 의견을 제시하고 있습니다. 또한 향후 1 년간 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: 2024년 09월 30일)

투자등급	매수	중립	매도	합계
금융투자상품의 비중	94.3%	5.7%	0.0%	100.0%