



호텔신라

| Bloomberg Code (008770 KS) | Reuters Code (008770.KS)

2024년 4월 9일

이제 정말 바닥 맞을까

[유통]

조상훈 연구위원

☎ 02-3772-2578

✉ sanghoonpure.cho@shinhan.com

김태훈 연구원

☎ 02-3772-2664

✉ Taehoon.Kim@shinhan.com



매수
(유지)



현재주가 (4월 8일)

59,700 원



목표주가

75,000 원 (유지)



상승여력

25.6%

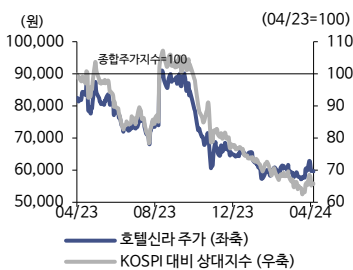
- ◆ 1Q24F 영업이익 320억원(-7.2% YoY), 컨센서스 부합 전망
- ◆ 중국 인바운드 효과는 2Q24부터 본격적으로 가시화될 것
- ◆ 공급자 중심의 시장 재편 과정의 초입, Top pick 의견 유지



신한 리서치 투자정보
www.shinhansec.com

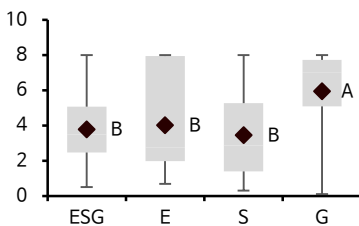
시가총액	2,343.1십억원
발행주식수	39.2백만주
유동주식수	30.3백만주(77.2%)
52 주 최고가/최저가	91,000원/57,200원
일평균 거래량 (60 일)	379,679 주
일평균 거래액 (60 일)	22,726백만원
외국인 지분율	15.54%
주요주주	
삼성생명보험 외 5인	17.34%
국민연금공단	6.63%
절대수익률	
3개월	-4.2%
6개월	-22.8%
12개월	-27.3%
KOSPI 대비 상대수익률	
3개월	-9.5%
6개월	-31.5%
12개월	-33.4%

주가



ESG 컨센서스

(점수 및 등급)



12월 결산	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	자배순이익 (십억원)	EPS (원)	BPS (원)	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)	순차입금비용 (%)
2022	4,922.0	78.3	(50.2)	(1,259)	13,494	(66.0)	20.9	6.2	(9.0)	179.8
2023	3,568.5	91.2	86.0	2,145	15,212	30.5	17.2	4.3	15.0	189.4
2024F	4,700.2	219.2	128.4	3,206	18,231	18.7	10.3	3.3	19.2	167.1
2025F	5,379.7	287.9	182.1	4,547	22,587	13.2	8.5	2.6	22.3	134.2
2026F	6,045.9	341.8	245.7	6,138	28,533	9.7	7.6	2.1	24.0	107.2

자료: 회사 자료, 신한투자증권

1Q24F 영업이익 320억원(-7.2% YoY), 컨센서스 부합 전망

1Q24F 매출과 영업이익은 1.04조원(+37.7% YoY), 320억원(-7.2% YoY)을 기록하며, 컨센서스에 부합할 것으로 예상된다. 해외 공항점 임차료 부담이 변수이나, 전반적으로 영업환경의 바닥이 확인됐다.

1) TR은 전년 파이공 수요 감소에 따른 기저 효과와 글로벌 여행 수요 증가로 큰 폭의 매출 증가(+45%)가 예상된다. 2H23 적자의 원인이었던 체화재고 소진에 따른 원가를 악화 이슈도 없다. 전년 특허수 수수료 환입(130억원) 영향을 제외하면 영업이익도 선방(+78% YoY)하나 해외 공항점 임차료 부담은 여전히 변수이다. 2) 호텔&레저는 높은 OCC(Occupancy)와 ADR(Average Daily Room rate)이 지속되며 매출이 견조(+5% YoY)하고, 영업이익도 양호(+10% YoY)할 전망이다.

중국 인바운드 효과는 2Q24부터 본격적으로 가시화될 것

중국 단체관광 재개 효과가 기대만큼 크지는 않다. 수요 측면에서 중국 소비 경기 부진과 시장 내 과재고, 위안화 약세로 구매력이 회복되지 못하고 면세점에 대한 선호도도 축소됐다. 공급 측면에서도 국내 호텔 및 항공편 등 관광 인프라도 부족했다. 이 과정에서 체화재고 소진과 공항점 비용 증가가 더해지며 2H23 동사 실적은 크게 부진했다.

당사는 2Q24부터 중국인 단체관광객 입국이 점진적으로 회복될 것이라 전망한다. 2월 춘절 연휴를 통해 한중 항공노선과 단체관광 여행 상품이 늘어났다. 3월초 7년만에 중국 단체관광객이 전세기를 이용해 인천공항으로 입국한 것을 시작으로 단체관광객 입국이 점차 가시화되고 있다. 단체관광객의 객단가는 개별관광객의 약 3배에 달해 구매력에 대한 의구심을 지우기 충분하다. 이에 자연스럽게 체화재고 이슈도 해결되며, 2Q24부터는 TR 부문이 전사 실적을 견인할 것이다.

공급자 중심의 시장 재편 과정의 초입, Top pick 의견 유지

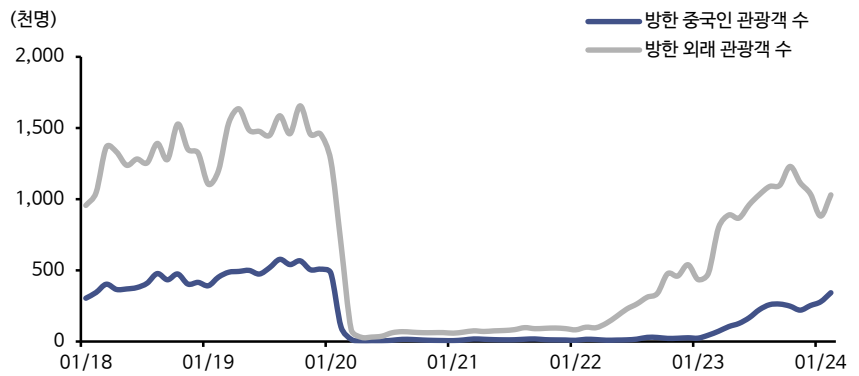
기존 긍정적인 투자의견과 업종 내 Top pick 의견을 유지한다. 현재 면세 산업은 턴어라운드의 초입인데 반해 기업가치는 악재만 반영된 상황으로 업사이드를 대비할 때이다. 오랜 기간 갇혀온 업력을 바탕으로 글로벌 브랜드와의 협상력에서 우위에 있어 독보적인 매입 경쟁력을 보유했다. 사드와 코로나19 이후 7년만에 맞이하는 공급자 중심의 시장 재편 과정에서 호텔신라의 수익성 개선에 주목할 필요가 있다.

호텔신라 실적 추정치 변경 비교표

(십억원, %)	1Q24F			2024F			2025F		
	기존 추정치	잠정치	과리율(%)	변경전	변경후	변경률(%)	변경전	변경후	변경률(%)
매출액	1,035	1,036	0.0	4,692	4,700	0.2	5,412	5,380	(0.6)
영업이익	35	32	(8.2)	234	219	(6.4)	318	288	(9.4)
순이익	14	12	(15.4)	140	128	(8.2)	205	182	(11.1)
영업이익률	3.4	3.1		5.0	4.7		5.9	5.4	
순이익률	1.4	1.2		3.0	2.7		3.8	3.4	

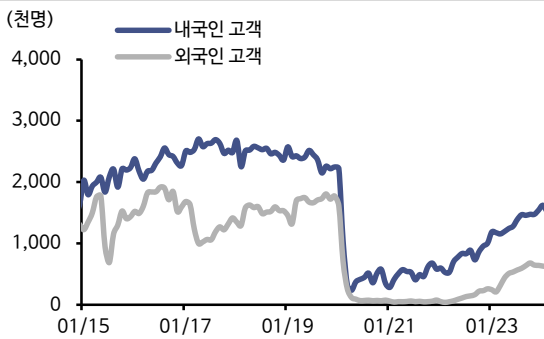
자료: 신한투자증권

방한 중국인 & 외래 관광객 수 추이



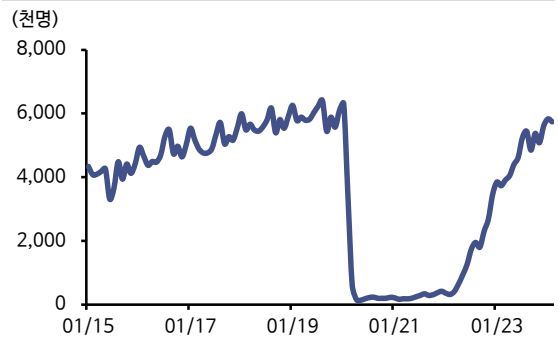
자료: 관광지식정보시스템, 신한투자증권

면세점 이용객수 추이



자료: 한국면세점협회, 신한투자증권

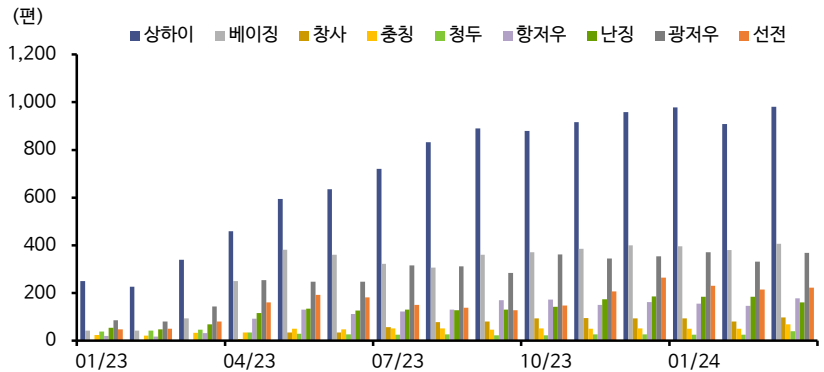
인천공항 이용객수 추이



자료: 인천공항, 신한투자증권

주: 입국, 출국자의 합산 수치

중국 노선 운항 현황



자료: 에어포탈, 신한투자증권

인천공항 신규 입찰 면세사업권 구성

구분	사업권	매장(수)	면적(㎡)	판매품목	낙찰임차료(원)	사업자 선정	예상임차료(십억원)
일반 사업권	DF1-2022	17	4,258	향수, 화장품/주류, 담배	8,987	호텔신라	319.7
	DF2-2022	16	4,709	향수, 화장품/주류, 담배	9,163	신세계	320.8
	DF3-2022	12	4,649	패션, 액세서리, 부티크	2,690	호텔신라	90.0
	DF4-2022	13	5,198	패션, 액세서리, 부티크	2,506	신세계	89.1
	DF5-2022	5	2,078	부티크	1,056	현대백화점	39.4
합계		63	20,892				
중소중견 사업권	DF8-2022	1	1,459	전 품목	583	경북공면세점	
	DF9-2022	2	1,821	전 품목	710	시티플러스	
합계		3	3,280				

자료: 언론 자료, 신한투자증권

호텔신라 목표주가 산정내역

구분	적정가치 (십억원)	주당가치 (원)	비중 (%)	비고
영업가치 (A)	4,043	106,794	141.7	
면세	2,088	55,164	73.2	글로벌 면세 업종 평균
호텔/레저	1,954	51,630	68.5	글로벌 호텔 업종 평균
비영업가치 (B)	30	782	1.0	
시장성 없는 투자유가증권	1	13	0.0	4Q23말 장부가 적용 후 30% 할인
공동기업 및 관계기업	29	768	1.0	4Q23말 장부가 적용 후 30% 할인
순현금 (C)	(1,219)	(32,199)	(42.7)	2024년말 연결기준 예상
합계 (D = A + B + C)	2,853	75,377	100.0	

자료: 신한투자증권

호텔신라 분기 및 연간 실적 전망

(십억원)	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24F	2Q24F	3Q24F	4Q24F	2023	2024F	2025F
매출	752	867	1,012	938	1,036	1,197	1,263	1,205	3,568	4,700	5,380
TR	609	708	845	772	884	1,030	1,084	1,033	2,934	4,031	4,676
시내점	335	325	343	372	399	409	412	493	1,375	1,713	1,993
공항점	274	383	503	400	485	620	672	540	1,559	2,318	2,683
호텔&레저	144	159	167	166	151	167	179	172	635	669	704
연결조정	0	0	(0)	0	0	0	(0)	0	0	0	0
전년대비 (%)	(31.3)	(25.6)	(25.7)	(27.9)	37.7	38.0	24.8	28.5	(27.5)	31.7	14.5
TR	(37.8)	(29.9)	(29.4)	(32.3)	45.3	45.4	28.3	33.8	(32.2)	37.4	16.0
시내점	(62.7)	(63.2)	(67.5)	(61.0)	19.2	25.9	20.3	32.3	(63.7)	24.6	16.3
공항점	234.6	203.8	247.8	115.9	77.1	62.0	33.7	35.2	190.0	48.6	15.8
호텔&레저	23.9	1.9	1.6	3.6	5.5	5.1	7.2	4.0	6.5	5.5	5.1
영업이익	35	67	8	(18)	32	68	70	49	91	219	288
TR	25	43	(16)	(30)	22	50	43	38	22	153	223
호텔&레저	9	24	24	11	10	18	27	11	69	66	65
영업이익률 (%)	4.6	7.8	0.8	(1.9)	3.1	5.7	5.5	4.1	2.6	4.7	5.4
TR	4.1	6.1	(1.9)	(3.8)	2.5	4.9	4.0	3.7	0.8	3.8	4.8
호텔&레저	6.5	15.1	14.4	6.9	6.8	10.8	15.0	6.3	10.8	9.9	9.3
영업이익 증가율 (%)	128.0	55.6	(70.9)	적전	(7.2)	1.5	800.4	흑전	16.4	140.3	31.4
TR	98.4	191.9	적전	적전	(13.7)	16.2	흑전	흑전	163.5	583.5	45.4
호텔&레저	287.5	(15.5)	(7.7)	(11.6)	10.5	(24.9)	11.9	(4.7)	(1.4)	(3.9)	(1.2)
세전이익	64	86	(4)	(38)	16	61	55	38	107	169	240
순이익	53	72	(3)	(36)	12	46	42	29	86	128	182

자료: 신한투자증권

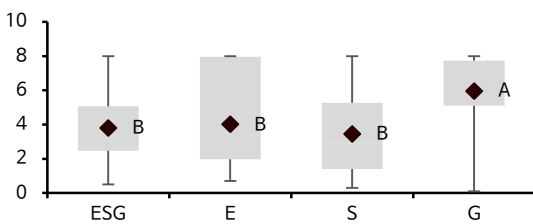
ESG Insight

Analyst Comment

- ◆ 2017년 환경 관련 통합시스템 구축, 물 사용량 절감 등의 항목에서 우수성을 인정받아 환경마크 획득
- ◆ 임직원을 위한 정책은 강점. 2019년 '가족친화 우수 기업' 표창을 수상
- ◆ 2022년도 주주총회부터 전자투표제를 도입하여 주주 의결권 행사가 용이하게 이뤄질 수 있도록 개선

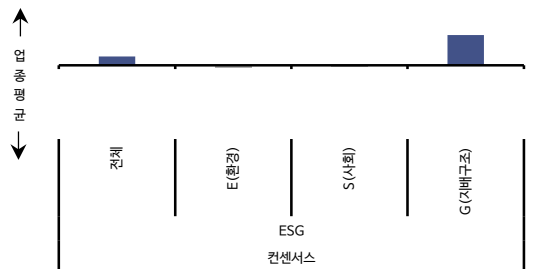
신한 ESG 컨센서스 분포

(점수 및 등급)



자료: 신한투자증권

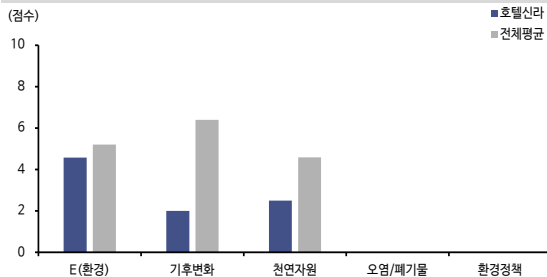
ESG 컨센서스 업종 대비 점수 차



자료: 신한투자증권

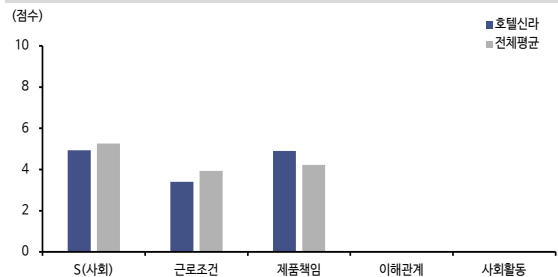
Key Chart

환경 세부 점수 및 전체평균



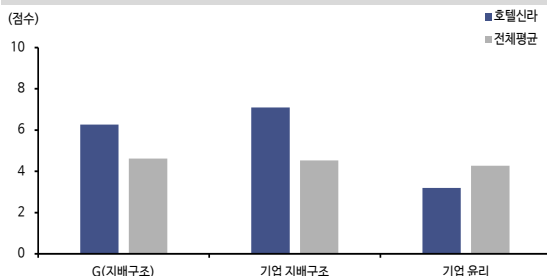
자료: MSCI, 신한투자증권 / 주: 세부항목은 MSCI 기준

사회 세부 점수 및 전체평균



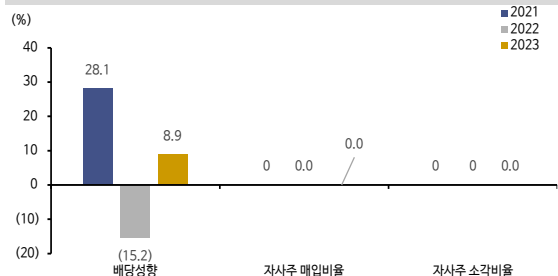
자료: MSCI, 신한투자증권 / 주: 세부항목은 MSCI 기준

지배구조 세부 점수 및 전체평균



자료: MSCI, 신한투자증권 / 주: 세부항목은 MSCI 기준

주주환원: 배당성향



자료: 회사 자료, 신한투자증권

재무상태표

12월 결산 (십억원)	2022	2023	2024F	2025F	2026F
자산총계	2,938.5	3,006.5	3,230.3	3,515.9	3,836.9
유동자산	1,478.8	1,380.2	1,508.0	1,667.9	1,861.3
현금및현금성자산	534.1	411.7	488.4	581.6	685.1
매출채권	50.6	84.5	95.2	108.0	123.0
재고자산	555.5	629.9	665.8	719.1	789.7
비유동자산	1,459.7	1,626.3	1,722.3	1,848.0	1,975.5
유형자산	592.2	573.3	528.3	492.2	465.4
무형자산	35.3	28.8	18.4	8.9	0.9
투자자산	185.7	329.8	335.6	342.4	349.2
기타금융투자자산	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
부채총계	2,398.8	2,398.0	2,501.0	2,612.4	2,695.5
유동부채	1,306.0	1,188.5	1,237.7	1,280.0	1,294.2
단기차입금	200.0	150.0	157.5	165.4	173.6
매입채무	162.9	271.9	272.2	281.5	280.8
유동성장기부채	259.9	189.9	199.4	209.4	219.9
비유동부채	1,092.8	1,209.6	1,263.3	1,332.4	1,401.3
사채	638.8	748.8	787.5	826.9	868.2
장기차입금(경기금융부채 포함)	429.0	434.2	518.7	544.7	571.9
기타금융투자부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	539.8	608.5	729.3	903.5	1,141.3
자본금	200.0	200.0	200.0	200.0	200.0
자본잉여금	196.6	196.6	196.6	196.6	196.6
기타자본	(104.5)	(104.5)	(104.5)	(104.5)	(104.5)
기타포괄이익누계액	5.4	12.0	(3.5)	(3.5)	(3.5)
이익잉여금	242.3	304.4	425.2	599.4	837.3
지배주주지분	539.8	608.5	729.3	903.5	1,141.3
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
*총차입금	1,618.2	1,600.1	1,744.1	1,831.3	1,922.9
*순차입금(순현금)	970.4	1,152.2	1,218.8	1,212.2	1,223.3

현금흐름표

12월 결산 (십억원)	2022	2023	2024F	2025F	2026F
영업활동으로인한현금흐름	220.5	242.5	157.7	195.4	201.0
당기순이익	(50.2)	86.0	128.4	182.1	245.7
유형자산상각비	112.5	114.6	118.8	122.2	121.6
무형자산상각비	13.9	13.1	11.4	10.8	9.8
외화환산손실(이익)	(3.7)	(3.3)	(2.4)	(2.1)	(2.9)
자산처분손실(이익)	2.4	0.7	(3.2)	2.2	1.9
지분법, 종속, 관계기업실(이익)	14.8	2.8	0.0	0.0	0.0
운전자본변동	12.9	11.7	(50.1)	(56.9)	(90.0)
(법인세납부)	(5.3)	(3.7)	(43.9)	(59.5)	(80.0)
기타	123.2	20.6	(1.3)	(3.4)	(5.1)
투자활동으로인한현금흐름	(80.7)	(231.4)	(127.6)	(151.6)	(149.8)
유형자산의증가(CAPEX)	(53.9)	(54.7)	(74.9)	(87.4)	(96.6)
유형자산의감소	0.1	1.2	0.0	0.0	0.0
무형자산의감소(증가)	0.0	0.0	10.4	9.4	8.0
투자자산의감소(증가)	11.6	105.0	(63.1)	(73.6)	(61.1)
기타	(38.5)	(282.9)	0.0	0.0	(0.1)
FCF	271.4	131.4	203.8	218.7	196.5
재무활동으로인한현금흐름	146.0	(137.9)	46.6	49.4	52.2
차입금의 증가(감소)	244.3	(10.8)	54.5	57.2	60.1
자기주식의처분(취득)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
배당금	(7.6)	(7.6)	(7.8)	(7.8)	(7.8)
기타	(90.7)	(119.5)	(0.1)	(0.0)	(0.1)
기타현금흐름	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
연결범위변동으로인한현금의증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
환율변동효과	5.5	4.4	0.0	0.0	0.0
현금의증가(감소)	291.2	(122.4)	76.8	93.2	103.4
기초현금	242.9	534.1	411.7	488.4	581.6
기말현금	534.1	411.7	488.4	581.6	685.1

자료: 회사 자료, 신한투자증권

포괄손익계산서

12월 결산 (십억원)	2022	2023	2024F	2025F	2026F
매출액	4,922.0	3,568.5	4,700.2	5,379.7	6,045.9
증감률 (%)	30.2	(27.5)	31.7	14.5	12.4
매출원가	2,161.1	2,149.8	2,731.2	3,109.8	3,485.4
매출총이익	2,760.9	1,418.6	1,969.0	2,269.9	2,560.5
매출총이익률 (%)	56.1	39.8	41.9	42.2	42.4
판매관리비	2,682.6	1,327.4	1,749.8	1,982.0	2,218.8
영업이익	78.3	91.2	219.2	287.9	341.8
증감률 (%)	(34.1)	16.4	140.3	31.4	18.7
영업이익률 (%)	1.6	2.6	4.7	5.4	5.7
영업외손익	(138.0)	16.1	(50.2)	(48.4)	(18.5)
금융손익	(106.6)	(9.1)	(34.3)	(32.7)	(30.3)
기타영업외손익	(31.4)	25.3	(15.4)	(14.8)	18.5
중속 및 관계기업관련손익	0.0	0.0	(0.6)	(0.8)	(6.7)
세전계속사업이익	(59.6)	107.4	169.0	239.6	323.3
법인세비용	(9.5)	21.4	40.5	57.5	77.6
계속사업이익	(50.2)	86.0	128.4	182.1	245.7
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	(50.2)	86.0	128.4	182.1	245.7
증감률 (%)	적전	흑전	49.3	41.8	34.9
순이익률 (%)	(1.0)	2.4	2.7	3.4	4.1
(지배주주)당기순이익	(50.2)	86.0	128.4	182.1	245.7
(비지배주주)당기순이익	(0.0)	(0.0)	(0.0)	(0.0)	(0.0)
총포괄이익	(29.0)	76.3	128.4	182.1	245.7
(지배주주)총포괄이익	(29.1)	76.3	129.4	183.1	246.7
(비지배주주)총포괄이익	0.0	(0.0)	(1.0)	(1.0)	(1.0)
EBITDA	204.7	218.9	349.5	421.0	473.1
증감률 (%)	(16.9)	6.9	59.7	20.5	12.4
EBITDA 이익률 (%)	4.2	6.1	7.4	7.8	7.8

주요 투자지표

12월 결산	2022	2023	2024F	2025F	2026F
EPS (당기순이익, 원)	(1,259)	2,145	3,205	4,547	6,138
EPS (지배순이익, 원)	(1,259)	2,145	3,206	4,547	6,138
BPS (자본총계, 원)	13,495	15,212	18,232	22,588	28,534
BPS (지배지분, 원)	13,494	15,212	18,231	22,587	28,533
DPS (원)	200	200	200	200	200
PER (당기순이익, 배)	(66.0)	30.5	18.7	13.2	9.7
PER (지배순이익, 배)	(66.0)	30.5	18.7	13.2	9.7
PBR (자본총계, 배)	6.2	4.3	3.3	2.6	2.1
PBR (지배지분, 배)	6.2	4.3	3.3	2.6	2.1
EV/EBITDA (배)	20.9	17.2	10.3	8.5	7.6
배당성향 (%)	(15.2)	8.8	5.9	4.2	3.1
배당수익률 (%)	0.2	0.3	0.3	0.3	0.3
수익성					
EBITDA 이익률 (%)	4.2	6.1	7.4	7.8	7.8
영업이익률 (%)	1.6	2.6	4.7	5.4	5.7
순이익률 (%)	(1.0)	2.4	2.7	3.4	4.1
ROA (%)	(1.8)	2.9	4.1	5.4	6.7
ROE (지배순이익, %)	(9.0)	15.0	19.2	22.3	24.0
ROIC (%)	6.4	11.1	21.9	29.7	33.8
안정성					
부채비율 (%)	444.4	394.1	342.9	289.1	236.2
순차입금비율 (%)	179.8	189.4	167.1	134.2	107.2
현금비율 (%)	40.9	34.6	39.5	45.4	52.9
이자보상배율 (배)	1.8	1.8	5.0	6.4	7.2
활동성					
순운전자본회전율 (회)	22.7	22.7	27.0	26.1	21.8
재고자산회수기간 (일)	43.8	60.6	50.3	47.0	45.5
매출채권회수기간 (일)	3.5	6.9	7.0	6.9	7.0

자료: 회사 자료, 신한투자증권

투자 의견 및 목표주가 추이

호텔신라(008770)



일자	투자 의견	목표 주가 (원)	과리율 (%)	
			평균	최고/최저
2021년 09월 01일		커버리지제외	-	-
2022년 10월 14일	매수	95,000	(23.9)	(21.6)
2022년 10월 31일	매수	90,000	(14.6)	(5.0)
2023년 01월 30일	매수	95,000	(16.1)	(8.9)
2023년 04월 19일	매수	100,000	(19.9)	(14.5)
2023년 05월 02일	매수	105,000	(24.9)	(13.3)
2023년 10월 30일	매수	88,000	(25.8)	(21.8)
2024년 01월 09일	매수	82,000	(27.4)	(24.4)
2024년 01월 29일	매수	75,000	-	-

주: 목표주가 과리율 산출 기간은 6개월 기준

Compliance Notice

- ◆ 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확히 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다. (작성자: 조상훈, 김태훈)
- ◆ 자료 제공일 현재 당사는 지난 1년간 상기 회사의 최초 증권시장 상장시 대표 주관사로 참여한 적이 없습니다.
- ◆ 자료 공표일 현재 당사는 상기 회사의 주식 등을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- ◆ 자료제공일 현재 조사분석 담당자는 상기 회사가 발행한 주식 및 주식관련사채에 대하여 규정상 고지하여야 할 재산적 이해관계가 없으며, 추천의견을 제시함에 있어 어떠한 금전적 보상과도 연계되어 있지 않습니다.
- ◆ 당 자료는 상기 회사 및 상기 회사의 유가증권에 대한 조사분석담당자의 의견을 정확히 반영하고 있으나 이는 자료제공일 현재 시점에서의 의견 및 추정치로서 실적치와 오차가 발생할 수 있으며, 투자를 유도할 목적이 아니라 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 하고 있습니다. 따라서 종목의 선택이나 투자 의 최종결정은 투자자 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.
- ◆ 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 어떠한 경우에도 당사의 허락 없이 복사, 대여, 재배포 될 수 없습니다.

투자등급 (2017년 4월 1일부터 적용)

종목	매수 : 향후 6개월 수익률이 +10% 이상 Trading BUY : 향후 6개월 수익률이 -10% ~ +10% 중립 : 향후 6개월 수익률이 -10% ~ -20% 축소 : 향후 6개월 수익률이 -20% 이하	섹터	비중확대 : 업종내 커버리지 업체들의 투자의견이 시가총액 기준으로 매수 비중이 높을 경우 중립 : 업종내 커버리지 업체들의 투자의견이 시가총액 기준으로 중립적일 경우 축소 : 업종내 커버리지 업체들의 투자의견이 시가총액 기준으로 Reduce가 우세한 경우

신한투자증권 유니버스 투자등급 비율 (2024년 04월 05일 기준)

매수 (매수)	92.77%	Trading BUY (중립)	5.53%	중립 (중립)	1.70%	축소 (매도)	0.00%
---------	--------	------------------	-------	---------	-------	---------	-------