



# 호텔신라 (008770)

4Q23 프리뷰 : 마지막 고비 넘는 중

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

**Buy (유지)**

목표주가(유지): 130,000원

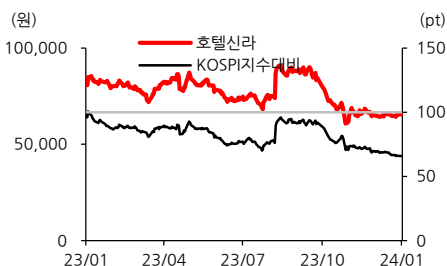
현재 주가(1/3)	64,500원
상승여력	▲ 101.6%
시가총액	25,315억원
발행주식수	39,248천주
52 주 최고가 / 최저가	91,000 / 60,800원
90 일 일평균 거래대금	268.06억원
외국인 지분율	18.3%
주주 구성	
삼성생명보험 (외 6 인)	17.3%
국민연금공단 (외 1 인)	13.1%
자사주 (외 1 인)	5.4%

주가수익률(%)	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	-1.2	-23.8	-13.8	-22.1
상대수익률(KOSPI)	-5.3	-29.6	-14.0	-39.6

(단위: 십억 원, 원, %, 배)

재무정보	2022	2023E	2024E	2025E
매출액	4,922	3,653	5,680	6,561
영업이익	78	115	332	396
EBITDA	205	243	451	503
지배주주순이익	-50	113	190	239
EPS	-1,283	3,035	5,109	6,443
순차입금	1,038	1,345	1,307	1,072
PER	-64.8	28.2	12.6	10.0
PBR	6.2	5.3	3.1	2.4
EV/EBITDA	21.2	19.6	8.6	7.2
배당수익률	0.2	0.2	0.3	0.3
ROE	-9.0	19.0	25.8	25.4

## 주가 추이



## 4Q23 Preview

호텔신라는 4Q23 매출액 1.02조원(-21% YoY), 영업이익 54억원(흑전 YoY)를 기록해 영업이익 시장 기대치(389억원)를 하회할 전망이다. TR부문은 매출액 8,516억원(-25% YoY), 영업적자 -108억원(적지 YoY)이 전망된다. 4Q23 산업 규모는 28.5억달러(-17% YoY, +8% QoQ)로 전분기(-23% YoY) 대비 역성장 폭이 축소될 전망이다. 산업의 회복세에도 체화재고 소진 등에 따른 원가율 증가가 3Q23에 이어 나타날 것으로 예상되며, 공항점의 비용부담도 QoQ로 늘어날 수 있을 전망이다. 호텔/레저부문은 매출액 1,706억원(+7% YoY), 영업이익 162억원(+26% YoY)로 실적 호조세가 이어질 것이다.

## 마지막 고비 넘는 중

여행 비수기 시즌에 맞물려 4분기 GT의 회복이 더뎠지만, 계절적으로 관광객이 늘어나는 사이클에 접어드는 12월을 기점으로 회복세가 본격화될 수 있을 전망이다. 더불어 1Q24 파이공 수요 회복 시점도 가시권에 들었다. 투자 심리에 부담이 되었던 산업성장률의 역성장이 지난해 낮은 기저를 바탕으로 강하게 턴어라운드 할 수 있을 것으로 예상된다. 하반기 실적에 부담을 줬던 체화재고 소진은 23년 실적으로 마무리될 전망이다.

면세점에 대한 투자자들의 우려는 분명하다. 중국 경기 부진과 면세점에 대한 선호도 축소이다. 회복의 속도가 더뎠던 것은 사실이나, 앞서 언급한 바와 같이 회복의 시기는 다가오고 있다. 지난해 연말에 발표된 문체부 연구 자료를 통해 중국인 관광객 인당 소비 규모는 19년 대비 +38% 늘었다는 점을 확인할 수 있었다. 시장의 우려에도 지출 규모는 오히려 크게 늘어난 것이다. 또한 23년 중국인 GT의 비중이 19년 수준인 15.2%에도 미치지 못한 2% 수준에 불과했기 때문에 면세점의 선호도가 일시적으로 낮아졌던 것으로 GT 비중 회복/확대 시 면세점의 선호도는 다시금 확대될 수 있음을 추론해볼 수 있다.

## 투자의견 BUY, 목표주가 13만원 유지

호텔신라에 대해 투자의견 BUY와 목표주가 13만원을 유지하며, 당사 유통업종 최선호주 의견도 유지한다.

[표1] 호텔신라 실적 테이블

(단위: 억 원)

	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23E	2022	2023E	2024E
매출액	10,944	11,659	13,618	12,999	7,521	8,669	10,118	10,222	49,220	36,530	56,802
YoY	50.5%	22.3%	40.6%	15.0%	-31.3%	-25.6%	-25.7%	-21.4%	30.2%	-25.8%	55.5%
TR	9,785	10,101	11,977	11,400	6,085	7,081	8,451	8,516	43,263	30,133	50,168
시내점	8,966	8,841	10,532	9,548	3,345	3,253	3,425	3,619	37,887	13,642	24,862
공항점	819	1,260	1,445	1,852	2,740	3,828	5,026	4,897	5,376	16,491	25,306
호텔&레저	1,159	1,558	1,641	1,599	1,436	1,588	1,667	1,706	5,957	6,397	6,635
영업이익	151	432	266	-67	345	672	77	54	782	1,148	3,317
YoY	-43.2%	-6.9%	27.3%	적전	128.5%	55.6%	-71.1%	흑전	-34.2%	46.9%	188.8%
TR	127	148	6	-196	252	432	-163	-108	85	413	2,513
호텔&레저	24	284	260	129	93	240	240	162	697	735	803
영업이익률	1.4%	3.7%	2.0%	-0.5%	4.6%	7.8%	0.8%	0.5%	1.6%	3.1%	5.8%
TR	1.3%	1.5%	0.1%	-1.7%	4.1%	6.1%	-1.9%	-1.3%	0.2%	1.4%	5.0%
호텔&레저	2.1%	18.2%	15.8%	8.1%	6.5%	15.1%	14.4%	9.5%	11.7%	11.5%	12.1%

자료: 한화투자증권 리서치센터

[표2] 방한 중국관광객 관광지출액 변화

(단위: 달러)

구분	2019년(a)	2023년(b)	증감(b-a)	증감률
1인 평균 지출 경비	1632.6	2246.1	613.5	37.6
숙박비	227.1	366.9	139.8	61.6
음식점 및 식재료비	220.4	365.1	144.7	65.7
교통비	67.2	92.3	25.1	37.3
쇼핑비	1030.0	717.74	-312.3	-30.3
치료비	25.1	65.9	40.8	162.5
문화서비스/오락	20.2	79.4	59.2	293.1

주: 외래관광객조사 2019년, 2023년 1~3분기 잠정치를 참고로 연구자 재구성  
 자료: 문화체육관광부, 한화투자증권 리서치센터

[표3] 방한 중국관광객 여행 행태 및 동반 현황

구분	중국관광객		방한 외래객	
	2019년	2023년	2019년	2023년
동반 인원	5.1명	2.1명	3.5명	3.5명
여행행태	개별관광 82.5%	개별관광 97.9%	개별관광 77.1%	개별관광 84.9%
	에어텔 2.3%	에어텔 0.1%	에어텔 7.8%	에어텔 6.1%
	단체관광 15.2%	단체관광 2.0%	단체관광 15.1%	단체관광 9.0%
동반자 동행	69.2%	50.2%	69.2%	65.6%
동반 유형	친구/연인 46.0%	친구 47.6%	친구/연인 47.1%	친구 38.1%
	가족/친지 40.0%	배우자/파트너 25.1%	가족/친지 39.7%	배우자/파트너 25.3%
		자녀 24.2%		자녀 15.5%

주: 외래관광객조사 2019년, 2023년 1~3분기 잠정치를 참고로 연구자 재구성  
 자료: 문화체육관광부, 한화투자증권 리서치센터

[표4] 방한 중국관광객 쇼핑 행태 변화

	2019년	2023년
고려요인	1위) 쇼핑 72.5% 2위) 음식/미식 탐방 58.1%	1위) 음식/미식 탐방 60.0% 2위) 쇼핑 49.5%
참여 활동	1위) 쇼핑 95.1% 2위) 식도락 관광 92.4%	1위) 식도락 관광 70.1% 2위) 쇼핑 68.2%
쇼핑 품목	1위) 향수, 화장품(82.3%) 2위) 식료품(47.3%)	1위) 향수, 화장품(77.5%) 2위) 식료품(44.4%)
쇼핑 장소	1위) 시내면세점(54.9%) 2위) 공항 면세점(40.5%)	1위) 시내면세점(43.0%) 2위) 공항 면세점(35.8%)

주: 외래관광객조사 2019년, 2023년 1~3분기 잠정치를 참고로 연구자 재구성  
 자료: 문화체육관광부, 한화투자증권 리서치센터

## [ 재무제표 ]

손익계산서 (단위: 십억 원)					
12 월 결산	2021	2022	2023E	2024E	2025E
매출액	3,779	4,922	3,653	5,680	6,561
매출총이익	1,723	2,761	1,477	2,512	2,868
영업이익	119	78	115	332	396
EBITDA	246	205	243	451	503
순이자손익	-33	-30	-24	-32	-28
외화관련손익	-6	-9	-2	0	0
지분법손익	-50	-15	-2	0	0
세전계속사업손익	48	-60	133	260	328
당기순이익	27	-50	113	190	239
지배주주순이익	27	-50	113	190	239
증가율(%)					
매출액	18.5	30.2	-25.8	55.5	15.5
영업이익	흑전	-34.1	46.7	188.6	19.4
EBITDA	537.8	-16.9	18.5	85.8	11.7
순이익	흑전	적전	흑전	68.2	26.1
이익률(%)					
매출총이익률	45.6	56.1	40.4	44.2	43.7
영업이익률	3.1	1.6	3.1	5.8	6.0
EBITDA 이익률	6.5	4.2	6.6	7.9	7.7
세전이익률	1.3	-1.2	3.6	4.6	5.0
순이익률	0.7	-1.0	3.1	3.3	3.6

현금흐름표 (단위: 십억 원)					
12 월 결산	2021	2022	2023E	2024E	2025E
영업현금흐름	42	220	37	106	302
당기순이익	27	-50	113	190	239
자산상각비	128	126	128	119	107
운전자본증감	-207	13	-182	-203	-44
매출채권 감소(증가)	-15	-5	-3	-95	-21
재고자산 감소(증가)	-2	71	-119	-317	-69
매입채무 증가(감소)	29	-6	-93	210	46
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	208	309	346
(-)운전자본증가(감소)	115	-135	244	203	44
(-)설비투자	22	54	57	60	60
(+)자산매각	28	0	1	0	0
Free Cash Flow	139	286	-91	46	242
(-)기타투자	-36	147	54	0	0
잉여현금	175	139	-145	46	242
NOPLAT	67	57	98	242	289
(+) Dep	128	126	128	119	107
(-)운전자본투자	115	-135	244	203	44
(-)Capex	22	54	57	60	60
OpFCF	58	264	-75	98	292

주: IFRS 연결 기준

재무상태표 (단위: 십억 원)					
12 월 결산	2021	2022	2023E	2024E	2025E
유동자산	1,087	1,479	1,157	1,508	1,733
현금성자산	261	648	230	168	303
매출채권	178	249	208	303	324
재고자산	626	555	692	1,009	1,079
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	2,781	3,073	3,250
유동부채	1,012	1,306	930	1,040	986
매입채무	454	590	458	668	713
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	2,136	2,246	2,192
자본금	200	200	200	200	200
자본잉여금	197	197	197	197	197
이익잉여금	289	242	347	529	761
자본조정	-109	-99	-99	-99	-99
자기주식	-104	-104	-104	-104	-104
자본총계	577	540	645	827	1,059

주요지표 (단위: 원, 배)					
12 월 결산	2021	2022	2023E	2024E	2025E
주당지표					
EPS	685	-1,283	3,035	5,109	6,443
BPS	14,411	13,494	16,116	20,670	26,462
DPS	200	200	200	200	200
CFPS	6,204	5,146	5,204	7,722	8,661
ROA(%)	1.0	-1.8	3.9	6.5	7.6
ROE(%)	4.5	-9.0	19.0	25.8	25.4
ROIC(%)	3.8	3.4	5.6	12.0	13.8
Multiples(x, %)					
PER	113.9	-64.8	28.2	12.6	10.0
PBR	5.4	6.2	5.3	3.1	2.4
PSR	0.8	0.7	0.9	0.5	0.4
PCR	12.6	16.1	16.4	8.4	7.4
EV/EBITDA	17.7	21.2	19.6	8.6	7.2
배당수익률	0.3	0.2	0.2	0.3	0.3
안정성(%)					
부채비율	360.5	444.4	331.3	271.6	207.1
Net debt/Equity	215.5	192.3	208.7	158.0	101.3
Net debt/EBITDA	504.3	507.0	554.7	290.0	213.1
유동비율	107.5	113.2	124.4	145.0	175.8
이자보상배율(배)	3.0	1.8	2.2	6.4	8.2
자산구조(%)					
투자자본	59.7	51.0	61.0	63.9	61.3
현금+투자자산	40.3	49.0	39.0	36.1	38.7
자본구조(%)					
차입금	72.3	75.7	71.0	64.1	56.5
자기자본	27.7	24.3	29.0	35.9	43.5

## [ Compliance Notice ]

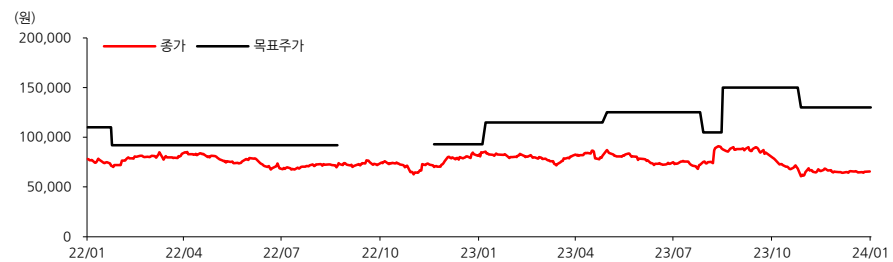
(공표일: 2024년 01월 04일)

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 책임소재에 대한 증빙으로 사용될 수 없습니다.

## [ 호텔신라 주가와 목표주가 추이 ]



## [ 투자의견 변동 내역 ]

일 시	2016.08.12	2022.01.26	2022.04.27	2022.07.22	2022.11.22	2022.11.22
투자의견	투자등급변경	Buy	Buy	Buy	담당자변경	Buy
목표가격		92,000	92,000	92,000	이진협	93,000
일 시	2023.01.09	2023.01.30	2023.02.15	2023.02.28	2023.04.06	2023.05.02
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	115,000	115,000	115,000	115,000	115,000	125,000
일 시	2023.05.23	2023.06.26	2023.07.31	2023.08.18	2023.10.10	2023.10.30
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	125,000	125,000	105,000	150,000	150,000	130,000
일 시	2023.11.01	2023.11.29	2024.01.04			
투자의견	Buy	Buy	Buy			
목표가격	130,000	130,000	130,000			

## [ 목표주가 변동 내역별 괴리율 ]

일자	투자의견	목표주가(원)	괴리율(%)	
			평균주가 대비	최고(최저)주가 대비
2022.01.26	Buy	92,000	-18.64	-7.50
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		

## [ 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 추정치에 따르며, 목표주가 산정이나 투자의견 변경 주기는 종목별로 다릅니다.

## [ 산업 투자 의견 ]

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: 2023 년 12 월 31 일)

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