

호텔신라 (008770)

더디게 개선되는 업황의 무게

2024년 7월 29일

✓ 투자판단	매수 (유지)	✓ 목표주가	63,000 원 (하향)
✓ 상승여력	24.5%	✓ 현재주가 (7월 26일)	50,600 원

신한생각 모두가 알고 있는 악재, 현재 주가는 최악만을 반영

중국 소비 침체 장기화로 객단가가 높은 단체관광객 회복이 더딘 가운데, 타이공 수요도 부진. 단기간 내 주가 반등을 기대하기는 어려우나, 하반기 기저가 낮고 점진적인 중국인 트래픽 회복이 기대되는 만큼 업사이드 리스크 대비 필요. 현재 주가는 메르스, 코로나 시기보다도 낮은 수준

2Q24 Review: 더디게 개선되는 업황

2Q24 매출과 영업이익은 1조 27억원(+15.7% YoY), 276억원(-58.9% YoY) 기록, 컨센서스 16% 하회. 중국 소비 경기 침체에 해외 공항점 임차료 부담, 전년 기저 부담까지 겹치며 부진한 실적 지속

1) TR(Travel Retail, 면세) 매출은 전년 타이공 수요 감소에 따른 기저 효과와 글로벌 여행 수요 회복에 힘입어 전년대비 18% 증가. 체화재고 소진에 따른 원가율 악화 이슈도 없었음. 다만, 특허수수료 환입(25억원)에도 불구하고 해외 공항 임차료 부담과 전년 인건비 환입(50억)에 따른 기저 부담으로 영업이익은 84% 감소. 2) 호텔&레저는 높은 객실점유율(OCC)과 객실판매요금(ADR)이 지속되며 매출은 양호(+7%)했으나, 전년 인건비 환입에 따른 기저 부담과 고정비 증가로 영업이익은 14% 감소

Valuation & Risk

목표주가(SOTP Valuation) 63,000원으로 5% 하향. 업황 회복의 방향에는 의구심이 없으나 속도가 더뎠다 전사 실적 추정치를 하향한 점에서 기인. 한편, 단기차입금 상환을 위해 1,328억원 규모의 교환사채 발행. 이자율이 0%이라 금융비용 감소 측면에서 도움이 되고, 조기상환 청구 시 보유 자사주(2,135,000주, 5.44%)로 대체할 예정이라 주식 수 희석도 없음. 이외에 교환가액(62,200원)도 높고, 전환 조건도 까다로운 점은 긍정적

12월 결산	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	지배순이익 (십억원)	PER (배)	ROE (%)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	DY (%)
2022	4,922.0	78.3	(50.2)	(66.0)	(9.0)	6.2	20.9	0.2
2023	3,568.5	91.2	86.0	30.5	15.0	4.3	17.2	0.3
2024F	4,286.7	125.5	73.1	27.7	11.4	3.0	12.5	0.4
2025F	4,898.8	206.6	137.0	14.8	18.5	2.5	9.2	0.4
2026F	5,376.6	233.4	169.0	12.0	19.1	2.1	8.3	0.4

자료: 회사 자료, 신한투자증권

[유통]

조상훈 연구위원

✉ sanghoonpure.cho@shinhan.com

김태훈 연구원

✉ taehoon.kim@shinhan.com

Revision

실적추정치	하향
Valuation	유지

시가총액	1,986.0 십억원
발행주식수(유동비율)	39.2 백만주(77.2%)
52주 최고가/최저가	91,000 원/50,000 원
일평균 거래액 (60일)	10,340 백만원
외국인 지분율	13.9%

주요주주 (%)

삼성생명보험 외 5인	17.3
국민연금공단	5.6

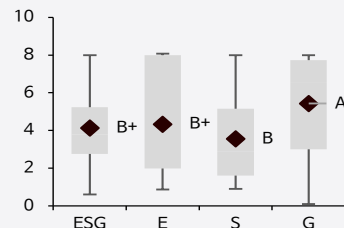
수익률 (%)	1M	3M	12M	YTD
절대	(7.3)	(12.2)	(25.8)	(22.9)
상대	(5.3)	(14.6)	(29.6)	(24.6)

주가



ESG 컨센서스

(점수 및 등급)

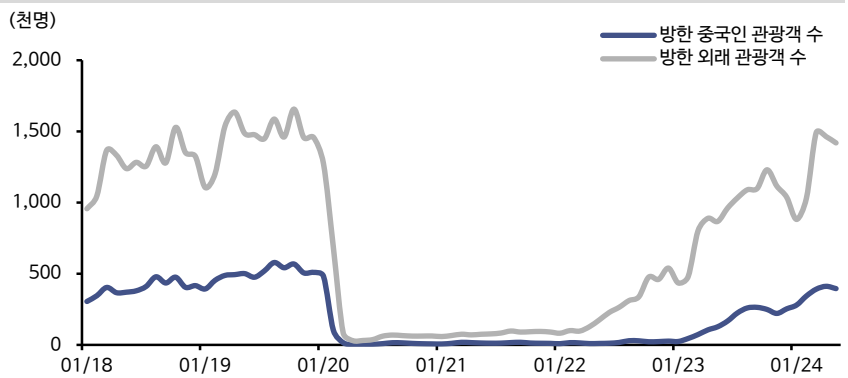


호텔신라 실적 추정치 변경 비교표

(십억원, %)	2Q24F			2024F			2025F		
	기존 추정치	잠정치	과리율(%)	변경전	변경후	변경률(%)	변경전	변경후	변경률(%)
매출액	1,078	1,003	(7.0)	4,452	4,287	(3.7)	5,003	4,899	(2.1)
영업이익	35	28	(20.4)	148	126	(15.3)	220	207	(6.1)
순이익	21	27	32.3	78	73	(5.6)	138	137	(0.5)
영업이익률	3.4	2.8		5.0	2.9		5.9	4.2	
순이익률	1.4	2.7		3.0	1.7		3.8	2.8	

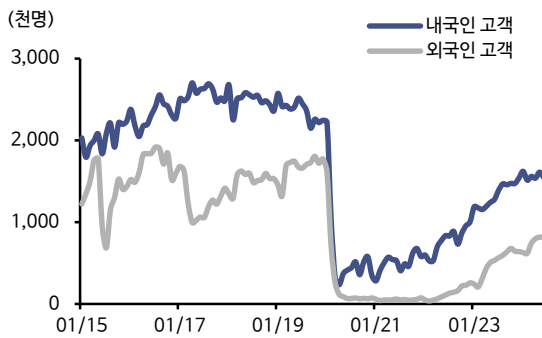
자료: 신한투자증권

방한 중국인 & 외래 관광객 수 추이



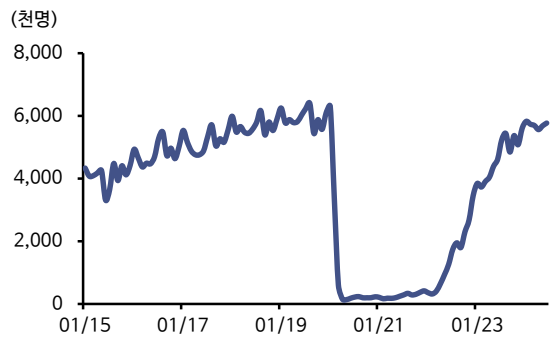
자료: 관광지식정보시스템, 신한투자증권

면세점 이용객수 추이



자료: 한국면세점협회, 신한투자증권

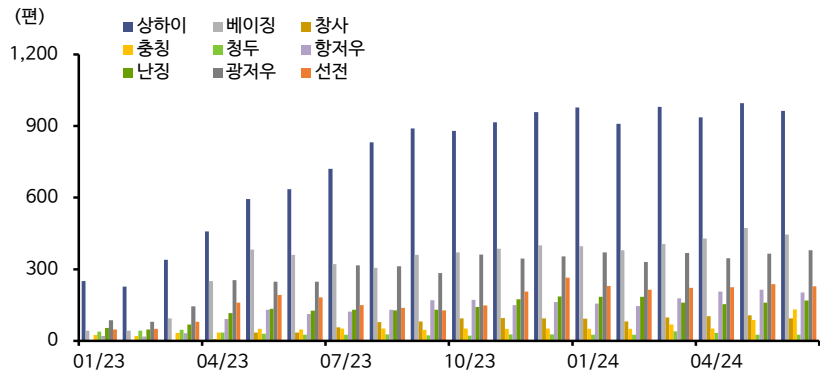
인천공항 이용객수 추이



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)	3,458	91,358	144.9	
면세	1,531	40,450	64.1	글로벌 면세 업종 평균
호텔/레저	1,927	50,908	80.7	글로벌 호텔 업종 평균
비영업가치 (B)	30	782	1.2	
시장성 없는 투자유가증권	1	13	0.0	4Q23말 장부가 적용 후 30% 할인
공동기업 및 관계기업	29	768	1.2	4Q23말 장부가 적용 후 30% 할인
순현금 (C)	(1,101)	(29,078)	(46.1)	2025년말 연결기준 예상
합계 (D = A + B + C)	2,387	63,062	100.0	

자료: 신한투자증권

호텔신라 분기 및 연간 실적 전망

(십억원)	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24P	3Q24F	4Q24F	2023	2024F	2025F
매출	752	867	1,012	938	981	1,003	1,170	1,133	3,568	4,287	4,899
TR	609	708	845	772	831	833	991	956	2,934	3,611	4,183
시내점	334	325	343	372	400	375	395	455	1,374	1,626	1,918
공항점	274	383	503	400	430	458	596	500	1,559	1,985	2,264
호텔&레저	144	159	167	166	150	170	179	177	635	676	716
연결조정	0	0	(0)	0	0	(0)	(0)	0	0	0	0
전년대비 (%)	(31.3)	(25.6)	(25.7)	(27.9)	30.4	15.7	15.7	20.8	(27.5)	20.1	14.3
TR	(37.8)	(29.9)	(29.4)	(32.3)	36.5	17.6	17.3	23.8	(32.2)	23.1	15.8
시내점	(62.7)	(63.2)	(67.5)	(61.0)	19.7	15.4	15.3	22.3	(63.7)	18.3	18.0
공항점	234.7	203.8	247.8	115.9	57.0	19.5	18.7	25.2	190.0	27.3	14.1
호텔&레저	23.9	1.9	1.6	3.6	4.5	6.9	7.2	7.0	6.5	6.5	6.0
영업이익	35	67	8	(18)	12	28	49	37	91	126	207
TR	25	43	(16)	(30)	6	7	26	25	22	64	123
호텔&레저	9	24	24	11	6	21	22	12	69	61	83
영업이익률 (%)	4.6	7.8	0.8	(1.9)	1.2	2.8	4.1	3.3	2.6	2.9	4.2
TR	4.1	6.1	(1.9)	(3.8)	0.7	0.8	2.7	2.6	0.8	1.8	3.0
호텔&레저	6.5	15.1	14.4	6.9	4.1	12.1	12.4	6.9	10.8	9.1	11.6
영업이익 증가율 (%)	128.0	55.6	(70.9)	흑전	(64.9)	(58.9)	527.2	(303.9)	16.4	37.6	64.5
TR	98.4	191.9	적전	흑전	(76.6)	(83.8)	(261.3)	(184.0)	163.5	186.2	92.6
호텔&레저	287.5	(15.5)	(7.7)	(11.6)	(33.3)	(14.2)	(7.3)	7.6	(1.4)	(10.7)	35.3
세전이익	64	86	(4)	(38)	3	40	36	27	107	105	180
순이익	53	72	(3)	(36)	(2)	27	27	20	86	73	137

자료: 신한투자증권

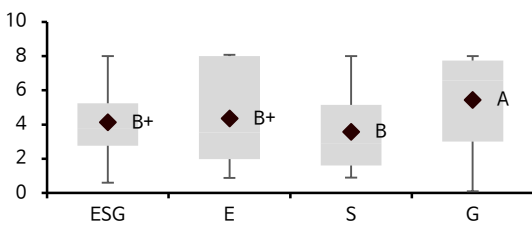
ESG Insight

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

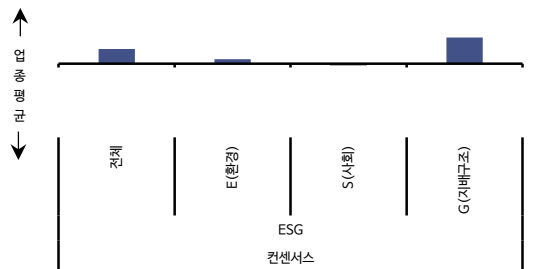
신한 ESG 컨센서스 분포

(점수 및 등급)



자료: 신한투자증권

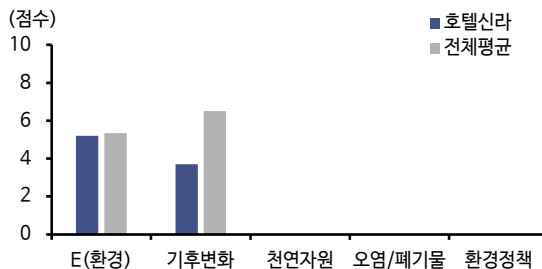
ESG 컨센서스 업종 대비 점수 차



자료: 신한투자증권

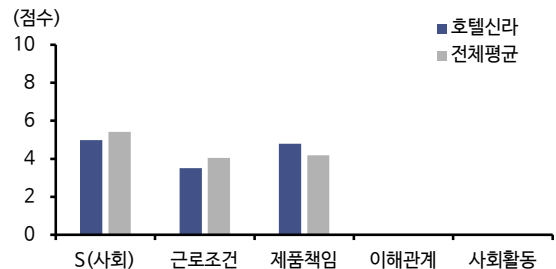
Key Chart

환경 세부 점수 및 전체평균



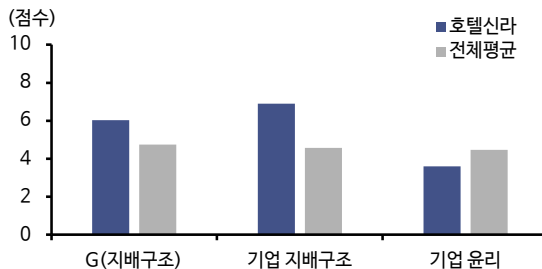
자료: MSCI, 신한투자증권 / 주: 세부항목은 MSCI 기준

사회 세부 점수 및 전체평균



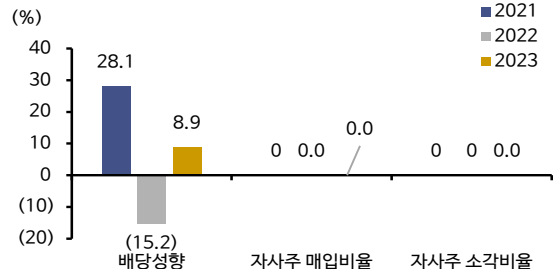
자료: MSCI, 신한투자증권 / 주: 세부항목은 MSCI 기준

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	3,055.7	3,168.5	3,301.9
유동자산	1,478.8	1,380.2	1,380.4	1,443.7	1,523.9
현금및현금성자산	534.1	411.7	406.4	457.5	519.2
매출채권	50.6	84.5	86.8	88.6	89.7
재고자산	555.5	629.9	628.7	638.5	651.5
비유동자산	1,459.7	1,626.3	1,675.3	1,724.8	1,778.0
유형자산	592.2	573.3	521.8	475.6	441.2
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	2,381.7	2,365.4	2,337.6
유동부채	1,306.0	1,188.5	1,193.0	1,185.2	1,169.4
단기차입금	200.0	150.0	142.5	135.4	128.6
매입채무	162.9	271.9	269.2	270.1	281.2
유동성장기부채	259.9	189.9	180.4	171.4	162.8
비유동부채	1,092.8	1,209.6	1,188.6	1,180.1	1,168.2
사채	638.8	748.8	742.5	735.1	727.7
장기차입금(경기금융부채 포함)	429.0	434.2	489.1	484.2	479.4
기타금융투자부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	539.8	608.5	674.0	803.1	964.2
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	369.9	499.0	660.2
지배주주지분	539.8	608.5	674.0	803.1	964.2
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
*총차입금	1,618.2	1,600.1	1,627.8	1,595.6	1,564.6
*순차입금(순현금)	970.4	1,152.2	1,184.6	1,100.7	983.3

현금흐름표

12월 결산 (십억원)	2022	2023	2024F	2025F	2026F
영업활동으로인한현금흐름	220.5	242.5	138.1	198.2	218.6
당기순이익	(50.2)	86.0	73.1	137.0	169.0
유형자산상각비	112.5	114.6	118.8	119.7	117.0
무형자산상각비	13.9	13.1	11.4	10.8	9.8
회화환산손실(이익)	(3.7)	(3.3)	(4.2)	(2.7)	(3.7)
자산처분손실(이익)	2.4	0.7	(5.1)	1.6	1.1
지분법, 종속, 관계기업손실(이익)	14.8	2.8	0.0	0.0	0.0
운전자본변동	12.9	11.7	(7.6)	(10.6)	(6.8)
(법인세납부)	(5.3)	(3.7)	(35.6)	(45.3)	(55.8)
기타	123.2	20.6	(12.7)	(12.3)	(12.0)
투자활동으로인한현금흐름	(80.7)	(231.4)	(111.1)	(115.7)	(126.4)
유형자산의증가(CAPEX)	(53.9)	(54.7)	(68.4)	(74.8)	(84.3)
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	(53.1)	(50.3)	(50.0)
기타	(38.5)	(282.9)	0.0	(0.0)	(0.1)
FCF	271.4	131.4	173.4	213.1	205.0
재무활동으로인한현금흐름	146.0	(137.9)	(32.3)	(31.4)	(30.5)
차입금의 증가(감소)	244.3	(10.8)	(24.5)	(23.6)	(22.7)
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)	0.0	0.0	(0.0)
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)	(5.3)	51.1	61.7
기초현금	242.9	534.1	411.7	406.4	457.5
기말현금	534.1	411.7	406.4	457.5	519.2

자료: 회사 자료, 신한투자증권

포괄손익계산서

12월 결산 (십억원)	2022	2023	2024F	2025F	2026F
매출액	4,922.0	3,568.5	4,286.7	4,898.8	5,376.6
증감률 (%)	30.2	(27.5)	20.1	14.3	9.8
매출원가	2,161.1	2,149.8	1,999.0	2,930.6	3,202.9
매출총이익	2,760.9	1,418.6	2,287.7	1,968.2	2,173.7
매출총이익률 (%)	56.1	39.8	53.4	40.2	40.4
판매관리비	2,682.6	1,327.4	2,162.1	1,761.6	1,940.2
영업이익	78.3	91.2	125.5	206.6	233.4
증감률 (%)	(34.1)	16.4	37.6	64.5	13.0
영업이익률 (%)	1.6	2.6	2.9	4.2	4.3
영업외손익	(138.0)	16.1	(20.2)	(26.3)	(11.1)
금융손익	(106.6)	(9.1)	(38.1)	(33.0)	(31.7)
기타영업외손익	(31.4)	25.3	16.6	5.4	18.4
중속 및 관계기업관련손익	0.0	0.0	1.4	1.3	2.2
세전계속사업이익	(59.6)	107.4	105.3	180.2	222.3
법인세비용	(9.5)	21.4	32.2	43.2	53.4
계속사업이익	(50.2)	86.0	73.1	137.0	169.0
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	(50.2)	86.0	73.1	137.0	169.0
증감률 (%)	적전	흑전	(14.9)	87.2	23.4
순이익률 (%)	(1.0)	2.4	1.7	2.8	3.1
(지배주주)당기순이익	(50.2)	86.0	73.1	137.0	169.0
(비지배주주)당기순이익	(0.0)	(0.0)	(0.0)	(0.0)	(0.0)
총포괄이익	(29.0)	76.3	80.8	137.0	169.0
(지배주주)총포괄이익	(29.1)	76.3	81.8	138.0	170.0
(비지배주주)총포괄이익	0.0	(0.0)	(1.0)	(1.0)	(1.0)
EBITDA	204.7	218.9	255.8	337.1	360.2
증감률 (%)	(16.9)	6.9	16.9	31.8	6.9
EBITDA 이익률 (%)	4.2	6.1	6.0	6.9	6.7

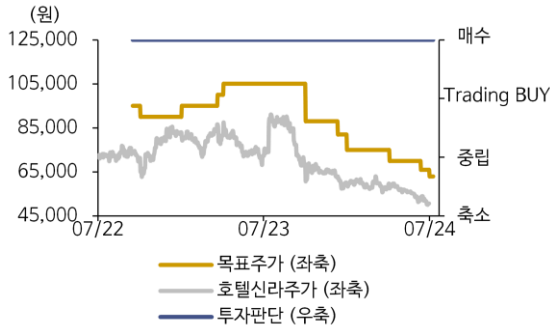
주요 투자지표

12월 결산	2022	2023	2024F	2025F	2026F
EPS (당기순이익, 원)	(1,259)	2,145	1,824	3,419	4,219
EPS (지배순이익, 원)	(1,259)	2,145	1,824	3,419	4,219
BPS (자본총계, 원)	13,495	15,212	16,851	20,078	24,106
BPS (지배지분, 원)	13,494	15,212	16,850	20,078	24,105
DPS (원)	200	200	200	200	200
PER (당기순이익, 배)	(66.0)	30.5	27.7	14.8	12.0
PER (지배순이익, 배)	(66.0)	30.5	27.7	14.8	12.0
PBR (자본총계, 배)	6.2	4.3	3.0	2.5	2.1
PBR (지배지분, 배)	6.2	4.3	3.0	2.5	2.1
EV/EBITDA (배)	20.9	17.2	12.5	9.2	8.3
배당성향 (%)	(15.2)	8.8	10.4	5.6	4.5
배당수익률 (%)	0.2	0.3	0.4	0.4	0.4
수익성					
EBITDA 이익률 (%)	4.2	6.1	6.0	6.9	6.7
영업이익률 (%)	1.6	2.6	2.9	4.2	4.3
순이익률 (%)	(1.0)	2.4	1.7	2.8	3.1
ROA (%)	(1.8)	2.9	2.4	4.4	5.2
ROE (지배순이익, %)	(9.0)	15.0	11.4	18.5	19.1
ROIC (%)	6.4	11.1	11.7	23.7	28.6
안정성					
부채비율 (%)	444.4	394.1	353.3	294.5	242.4
순차입금비율 (%)	179.8	189.4	175.7	137.1	102.0
현금비율 (%)	40.9	34.6	34.1	38.6	44.4
이자보상배율 (배)	1.8	1.8	2.5	4.4	4.7
활동성					
순운전자본회전율 (회)	22.7	22.7	28.1	35.0	36.5
재고자산회수기간 (일)	43.8	60.6	53.6	47.2	43.8
매출채권회수기간 (일)	3.5	6.9	7.3	6.5	6.0

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	(21.0)	(16.1)
2024년 05월 02일	매수	70,000	(20.0)	(14.9)
2024년 07월 10일	매수	66,000	(21.4)	(18.3)
2024년 07월 29일	매수	63,000	-	-

주: 목표주가 과리율 산출 기간은 6개월 기준

Compliance Notice

- ◆ 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 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 투자에 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 07월 26일 기준)

매수 (매수)	93.73%	Trading BUY (중립)	4.31%	중립 (중립)	1.96%	축소 (매도)	0.00%
---------	--------	------------------	-------	---------	-------	---------	-------