



2023년 10월 30일 | 기업분석\_Review

## 호텔신라 (008770)

**BUY**

목표주가(12M) 110,000원(하향)  
현재주가(7.28) 68,500원

**Key Data**

KOSPI 지수(pt)	2,302.81
52주 최고/최저(원)	91,000/62,700
시가총액(십억원)	2,688.5
시가총액비중(%)	0.15
발행주식수(천주)	39,248.1
60일 평균 거래량(천주)	612.7
60일 평균 거래대금(십억원)	51.1
외국인지분율(%)	18.18
주요주주 지분율(%)	
삼성생명보험 외 5 인	17.34
국민연금공단	13.10

**Consensus Data**

	2023	2024
매출액(십억원)	3,744.7	4,942.4
영업이익(십억원)	229.6	319.3
순이익(십억원)	190.3	224.3
EPS(원)	4.691	5.522
BPS(원)	18,883	24,596

	(십억원, %, 배, 원)			
투자지표	2021	2022	2023F	2024F
매출액	3,779.1	4,922.0	3,706.0	4,894.8
영업이익	118.8	78.3	156.3	255.3
세전이익	47.9	(59.6)	169.4	231.2
순이익	27.1	(50.2)	141.4	189.6
EPS	677	(1,254)	3,536	4,739
증감율	흑전	적전	흑전	34.02
PER	115.21	(66.27)	19.37	14.45
PBR	4.58	5.16	3.52	2.85
EV/EBITDA	17.70	21.23	15.40	11.21
ROE	4.51	(8.99)	23.31	24.80
BPS	17,022	16,106	19,451	24,001
DPS	200	200	200	200

### 3분기 영업이익 77억원(YoY -71%) 기록

3분기 연결 매출은 1조 118억원(YoY -26%), 영업이익은 77억원(YoY -71%, OPM 0.8%)을 기록하면서 시장기대치(OP 689억원)을 크게 하회하는 어닝 쇼크를 기록했다. 국내외 공항 면세점과 호텔/레저 부문은 예상대로 양호했지만, 시내면세점에서 영업적자를 기록하며 부진했다. 감익의 주 요인은, i) 영업효율화를 위한 체화 재고 소진 및 환율 하락으로 인한 원가율 상승(약 300억원), ii) 인건비 증가(상여충당금 100억원), iii) 인천공항 신규 입점에 따른 고정비 증가(약 100억원) 등에 기인한다.

부문별로 보면, 시내면세점 총매출은 시장성장률과 유사한 -25% 수준으로 추정되며, 고객 믹스 개선 효과로 할인률은 전분기대비 하락한 것으로 파악된다. 국내외 공항 면세점은 빠른 객수 회복으로 매출과 영업이익 모두 증가하는 흐름을 이어갔다. 호텔/레저 매출은 기저 부담에도 불구하고 2% 성장했지만, 영업이익은 8% 감소했다.

### 실적 불확실성 확대

단기적으로 실적 불확실성이 커졌다. 중국 소비경기 위축이라는 ‘경기적 문제’와 다이고 수요 둔화, 면세 쇼핑 선호도 하락 우려(객단가 하락), 중국 화장품 시장에서 글로벌 브랜드에 대한 수요 감소(로컬 및 중소형 브랜드 부상) 등 산업의 ‘구조적 문제’ 등이 복합적으로 영향을 미치고 있다. 실적 측면에서도 매출과 수익성 회복이 지연되는 상황이다. 시내면세점 매출은 YoY 20% 이상 감소가 이어지고 있고, 체화 재고 정책 및 고정비 증가는 4분기까지도 지속될 예정이다. 4분기 연결 영업이익은 470억원(YoY +535억원, OPM 4.4%) 수준으로 추산한다. 광군제 수요와 단체관광객 본격적 유입으로 면세 매출은 3분기대비 증가할 것으로 추산하나, 수익성 우려는 지속될 예정이다. 업황 회복이 본격적으로 반영될 2024년 연결 영업이익은 2,550억원(YoY 63%)으로 증익 전망한다.

### 투자의견 BUY, 목표주가 13→11만원 하향

실적 추정치 하향 조정에 따라 목표주가는 11만원으로 내린다. 업황 회복에 대한 방향성은 명확하나, 이제는 기대감과 방향성만으로 주가가 움직이기 힘들다. 앞서 말한 제발 불확실성이 하나씩 해소되고, 숫자로 모멘텀을 이어나가야 주가 회복이 가능할 듯 하다. 현재 주가 12MF PER 15배(2024년 기준 14.2배)에 불과 저점 매수는 유효하나, 단기적인 주가 모멘텀은 제한적이다.



Analyst 서현정 hjs0214@hanafn.com

**하나증권 리서치센터**

도표 1. 호텔신라 실적 전망 (K-IFRS 연결)

(단위: 십억원)

	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	2022년	1Q23	2Q23	3Q23P	4Q23F	2023년
<b>매출</b>	1,094	1,166	1,362	1,300	4,922	752	867	1,012	1,075	3,706
면세점	979	1,010	1,198	1,140	4,326	609	708	845	914	3,075
호텔/생활레저	116	156	164	160	596	144	159	167	162	631
<b>영업이익</b>	15	43	27	-7	78	35	67	8	47	156
면세점	13	15	1	-20	9	25	43	-16	30	82
호텔/생활레저	2	28	26	13	70	9	24	24	17	74
세전이익	-8	29	15	-96	-60	64	86	-4	24	169
<b>순이익</b>	-8	25	14	-81	-50	53	72	-3	19	141
영업이익률(%)	1.4	3.7	2.0	-0.5	1.6	4.6	7.8	0.8	4.4	4.2
세전이익률(%)	-0.7	2.5	1.1	-7.4	-1.2	8.5	9.9	-0.4	2.2	4.6
순이익률(%)	-0.7	2.1	1.0	-6.2	-1.0	7.1	8.3	-0.3	1.8	3.8
매출(YoY, %)	50.5	22.3	40.6	15.0	30.2	-31.3	-25.6	-25.7	-17.3	-24.7
면세점	54.7	19.3	39.7	13.2	29.4	-37.8	-29.9	-29.4	-19.9	-28.9
호텔/생활레저	22.4	45.7	47.7	30.5	36.9	23.9	1.9	1.6	1.1	5.9
영업이익(YoY, %)	-43.0	-6.8	27.7	적전	-34.1	128.0	55.6	-71.0	흑전	99.5
면세점	-69.5	-68.6	-97.0	적전	-93.6	98.4	191.9	적전	흑전	866.8
호텔/생활레저	흑전	흑전	2,788.9	578.9	흑전	287.5	-15.5	-7.7	30.7	6.4

자료: 호텔신라, 하나증권

도표 2. 호텔신라 연간 실적 전망 및 Valuation (K-IFRS 연결)

(단위: 십억원)

	2021	2022	2023F	2024F	2025F
<b>매출</b>	3,779	4,922	3,706	4,895	5,534
면세점	3,344	4,326	3,075	4,224	4,841
호텔/생활레저	435	596	631	671	693
<b>영업이익</b>	119	78	156	255	326
면세점	132	9	82	174	243
호텔/생활레저	-13	70	74	81	83
세전이익	48	-60	169	231	298
순이익	27	-50	141	190	245
지배순이익	27	-50	141	190	245
적정시가총액	3,341	3,675	4,043	4,447	4,892
주식수(천주)	39,248	39,248	39,248	39,248	39,248
적정주가(원)	85,126	93,638	103,002	113,302	124,633
적정PER(배)	123.4	N/A	28.6	23.5	20.0
EPS(원)	689.6	-1,278.1	3,603.5	4,830.3	6,231.6
영업이익률(%)	3.1	1.6	4.2	5.2	5.9
매출 (YoY, %)	18.5	30.2	-24.7	32.1	13.1
영업이익 (YoY, %)	흑전	-34.1	99.5	63.3	27.5
순이익 (YoY, %)	흑전	적전	흑전	34.0	29.0

자료: 호텔신라, 하나증권

## 추정 재무제표

손익계산서		(단위:십억원)				
		2021	2022	2023F	2024F	2025F
<b>매출액</b>		<b>3,779.1</b>	<b>4,922.0</b>	<b>3,706.0</b>	<b>4,894.8</b>	<b>5,534.2</b>
매출원가		2,056.4	2,161.1	1,610.6	2,113.4	2,373.7
매출총이익		1,722.7	2,760.9	2,095.4	2,781.4	3,160.5
판관비		1,603.9	2,682.6	1,939.1	2,526.1	2,835.0
<b>영업이익</b>		<b>118.8</b>	<b>78.3</b>	<b>156.3</b>	<b>255.3</b>	<b>325.5</b>
금융손익		(31.5)	(106.6)	(21.8)	(16.0)	(12.4)
종속/관계기업손익		0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익		(39.4)	(31.4)	34.9	(8.2)	(14.9)
<b>세전이익</b>		<b>47.9</b>	<b>(59.6)</b>	<b>169.4</b>	<b>231.2</b>	<b>298.3</b>
법인세		20.9	(9.5)	27.9	41.6	53.7
계속사업이익		27.1	(50.2)	141.4	189.6	244.6
증단사업이익		0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>당기순이익</b>		<b>27.1</b>	<b>(50.2)</b>	<b>141.4</b>	<b>189.6</b>	<b>244.6</b>
비지배주주지분 순이익		(0.0)	(0.0)	0.0	0.0	0.0
<b>지배주주순이익</b>		<b>27.1</b>	<b>(50.2)</b>	<b>141.4</b>	<b>189.6</b>	<b>244.6</b>
지배주주지분포괄이익		28.2	(29.1)	141.5	189.7	244.7
NOPAT		67.1	65.9	130.5	209.4	266.9
EBITDA		246.5	204.7	251.8	327.4	380.0
<b>성장성(%)</b>						
매출액증가율		18.54	30.24	(24.71)	32.08	13.06
NOPAT증가율		흑전	(1.79)	98.03	60.46	27.46
EBITDA증가율		538.60	(16.96)	23.01	30.02	16.07
영업이익증가율		흑전	(34.09)	99.62	63.34	27.50
(지배주주)순이익증가율		흑전	적전	흑전	34.09	29.01
EPS증가율		흑전	적전	흑전	34.02	29.01
<b>수익성(%)</b>						
매출총이익률		45.58	56.09	56.54	56.82	57.11
EBITDA이익률		6.52	4.16	6.79	6.69	6.87
영업이익률		3.14	1.59	4.22	5.22	5.88
계속사업이익률		0.72	(1.02)	3.82	3.87	4.42

투자지표		(단위:십억원)				
		2021	2022	2023F	2024F	2025F
<b>주당지표(원)</b>						
EPS		677	(1,254)	3,536	4,739	6,114
BPS		17,022	16,106	19,451	24,001	29,925
CFPS		6,204	5,146	7,145	7,897	8,964
EBITDAPS		6,162	5,117	6,294	8,186	9,500
SPS		94,478	123,050	92,650	122,371	138,356
DPS		200	200	200	200	200
<b>주가지표(배)</b>						
PER		115.21	(66.27)	19.37	14.45	11.20
PBR		4.58	5.16	3.52	2.85	2.29
PCFR		12.57	16.15	9.59	8.67	7.64
EV/EBITDA		17.70	21.23	15.40	11.21	8.96
PSR		0.83	0.68	0.74	0.56	0.50
<b>재무비율(%)</b>						
ROE		4.51	(8.99)	23.31	24.80	25.11
ROA		0.98	(1.79)	5.01	6.51	7.43
ROIC		4.25	4.40	9.83	16.85	21.72
부채비율		360.47	444.39	302.64	263.92	217.66
순부채비율		215.46	192.25	94.37	50.16	14.77
이자보상배율(배)		2.98	1.85	3.80	6.79	8.55

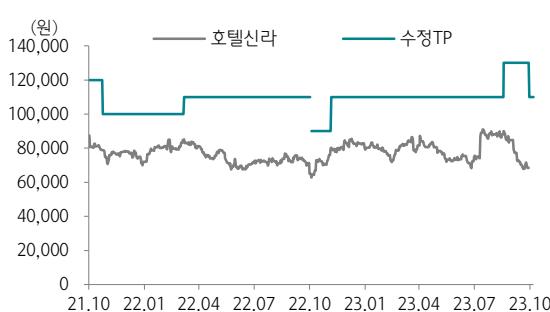
자료: 하나증권

대차대조표		(단위:십억원)				
		2021	2022	2023F	2024F	2025F
<b>유동자산</b>		<b>1,087.2</b>	<b>1,478.8</b>	<b>1,393.6</b>	<b>1,822.5</b>	<b>2,209.8</b>
금융자산		260.6	647.8	767.6	996.0	1,275.5
현금성자산		242.9	534.1	682.0	882.9	1,147.7
매출채권		44.6	50.6	38.1	50.3	56.9
재고자산		625.8	555.5	418.2	552.4	624.6
기타유동자산		156.2	224.9	169.7	223.8	252.8
<b>비유동자산</b>		<b>1,569.2</b>	<b>1,459.7</b>	<b>1,318.6</b>	<b>1,291.2</b>	<b>1,260.7</b>
투자자산		274.3	185.7	140.0	184.7	208.7
금융자산		230.5	152.2	114.8	151.3	171.0
유형자산		589.9	592.2	506.8	441.8	392.5
무형자산		42.2	35.3	25.4	18.2	13.1
기타비유동자산		662.8	646.5	646.4	646.5	646.4
<b>자산총계</b>		<b>2,656.4</b>	<b>2,938.5</b>	<b>2,712.2</b>	<b>3,113.7</b>	<b>3,470.5</b>
<b>유동부채</b>		<b>1,011.8</b>	<b>1,306.0</b>	<b>952.0</b>	<b>1,165.4</b>	<b>1,282.1</b>
금융부채		462.6	617.8	335.5	357.4	369.1
매입채무		169.0	162.9	219.7	285.6	322.9
기타유동부채		380.2	525.3	396.8	522.4	590.1
<b>비유동부채</b>		<b>1,067.8</b>	<b>1,092.8</b>	<b>1,086.6</b>	<b>1,092.6</b>	<b>1,095.9</b>
금융부채		1,041.1	1,067.8	1,067.8	1,067.8	1,067.8
기타비유동부채		26.7	25.0	18.8	24.8	28.1
<b>부채총계</b>		<b>2,079.5</b>	<b>2,398.8</b>	<b>2,038.6</b>	<b>2,258.1</b>	<b>2,378.0</b>
<b>지배주주지분</b>		<b>576.4</b>	<b>539.8</b>	<b>673.6</b>	<b>855.6</b>	<b>1,092.5</b>
자본금		200.0	200.0	200.0	200.0	200.0
자본잉여금		196.6	196.6	196.6	196.6	196.6
자본조정		(104.5)	(104.5)	(104.5)	(104.5)	(104.5)
기타포괄이익누계액		(4.3)	5.4	5.4	5.4	5.4
이익잉여금		288.6	242.3	376.1	558.1	795.0
<b>비지배주주지분</b>		<b>0.5</b>	<b>0.0</b>	<b>0.0</b>	<b>0.0</b>	<b>0.0</b>
<b>자본총계</b>		<b>576.9</b>	<b>539.8</b>	<b>673.6</b>	<b>855.6</b>	<b>1,092.5</b>
순금융부채		1,243.0	1,037.8	635.7	429.1	161.4

현금흐름표		(단위:십억원)				
		2021	2022	2023F	2024F	2025F
<b>영업활동 현금흐름</b>		<b>42.3</b>	<b>220.5</b>	<b>335.8</b>	<b>242.7</b>	<b>306.7</b>
당기순이익		27.1	(50.2)	141.4	189.6	244.6
조정		222.1	257.8	136.6	109.6	92.5
감가상각비		127.6	126.4	95.4	72.1	54.5
외환거래손익		(3.4)	(3.7)	0.0	0.0	0.0
지분법손익		49.9	14.8	0.0	0.0	0.0
기타		48.0	120.3	41.2	37.5	38.0
영업활동자산부채변동		(206.9)	12.9	57.8	(56.5)	(30.4)
<b>투자활동 현금흐름</b>		<b>134.3</b>	<b>(80.7)</b>	<b>73.8</b>	<b>(72.1)</b>	<b>(38.8)</b>
투자자산감소(증가)		50.3	88.6	45.7	(44.7)	(24.0)
자본증가(감소)		5.5	(53.9)	0.0	0.0	0.0
기타		78.5	(115.4)	28.1	(27.4)	(14.8)
<b>재무활동 현금흐름</b>		<b>(180.2)</b>	<b>146.0</b>	<b>(331.0)</b>	<b>(23.4)</b>	<b>(33.9)</b>
금융부채증가(감소)		(124.4)	115.3	(282.3)	21.9	11.8
자본증가(감소)		0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타재무활동		(48.2)	38.3	(41.1)	(37.7)	(38.1)
배당지급		(7.6)	(7.6)	(7.6)	(7.6)	(7.6)
<b>현금의 증감</b>		<b>(3.6)</b>	<b>285.7</b>	<b>155.7</b>	<b>200.9</b>	<b>264.7</b>
Unlevered CFO		248.2	205.8	285.8	315.9	358.6
Free Cash Flow		20.3	166.5	335.8	242.7	306.7

### 투자의견 변동 내역 및 목표주가 과정

#### 호텔신라



날짜	투자의견	목표주가	과리율	
			평균	최고/최저
23.10.30	BUY	110,000		
23.9.18	BUY	130,000	-41.47%	-31.31%
22.12.6	BUY	110,000	-27.30%	-17.27%
22.11.3	BUY	90,000	-20.98%	-11.11%
22.10.31	담당자 변경		-	-
22.4.6	BUY	110,000	-32.71%	-23.82%
21.11.22	BUY	100,000	-22.19%	-15.00%
21.5.3	BUY	120,000	-23.87%	-15.42%

#### Compliance Notice

- 본 자료를 작성한 애널리스트(서현정)는 자료의 작성과 관련하여 외부의 압력이나 부당한 간섭을 받지 않았으며, 본인의 의견을 정확하게 반영하여 신의성실하게 작성하였습니다.
- 본 자료는 기관투자가 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다
- 당사는 2023년 10월 30일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다
- 본자료를 작성한 애널리스트(서현정)는 2023년 10월 30일 현재 해당회사의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다

본 조사자료는 고객의 투자에 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 어떠한 경우에도 무단 복제 및 배포 될 수 없습니다. 또한 본 자료에 수록된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보로 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

#### 투자등급 관련사항 및 투자의견 비율공시

- 투자의견의 유효기간은 추천일 이후 12개월을 기준으로 적용

- 기업의 분류

BUY(매수)\_목표주가가 현주가 대비 15% 이상 상승 여력  
Neutral(중립)\_목표주가가 현주가 대비 -15%~15% 등락  
Reduce(비중축소)\_목표주가가 현주가 대비 15% 이상 하락 가능

- 산업의 분류

Overweight(비중확대)\_업종지수가 현재지수 대비 15% 이상 상승 여력  
Neutral(중립)\_업종지수가 현재지수 대비 -15%~15% 등락  
Underweight(비중축소)\_업종지수가 현재지수 대비 -15%~15% 등락

투자등급	BUY(매수)	Neutral(중립)	Reduce(매도)	합계
금융투자상품의 비율	94.62%	4.93%	0.45%	100%

\* 기준일: 2023년 10월 27일