



# 호텔신라 (008770)

3Q23 리뷰 : 우울한 과거보다 찬란할 미래를

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

**Buy (유지)**

목표주가(하향): 130,000원

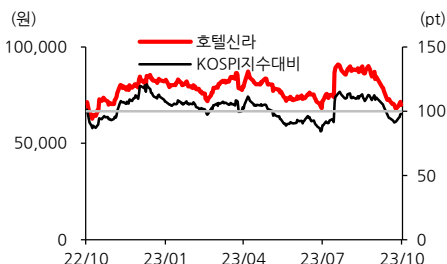
현재 주가(10/27)	68,500원
상승여력	▲ 89.8%
시가총액	26,885억원
발행주식수	39,248천주
52 주 최고가 / 최저가	91,000 / 62,700원
90 일 일평균 거래대금	508.1억원
외국인 지분율	18.3%
주주 구성	
삼성생명보험 (외 6 인)	17.3%
국민연금공단 (외 1 인)	13.1%
자사주 (외 1 인)	5.4%

주가수익률(%)	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	-19.1	-4.7	-13.6	-3.7
상대수익률(KOSPI)	-12.5	6.8	-5.9	-4.3

(단위: 십억 원, %, 배)

재무정보	2021	2022	2023E	2024E
매출액	3,779	4,922	3,827	5,810
영업이익	119	78	167	357
EBITDA	246	205	293	472
지배주주순이익	27	-50	152	210
EPS	685	-1,283	4,088	5,663
순차입금	1,243	1,038	1,449	1,382
PER	113.9	-64.8	16.8	12.1
PBR	5.4	6.2	4.0	3.1
EV/EBITDA	17.7	21.2	14.2	8.7
배당수익률	0.3	0.2	0.3	0.3
ROE	4.5	-9.0	24.8	26.8

## 주가 추이



호텔신라의 3 분기 실적은 시장 기대치를 크게 하회 하였습니다. 아쉬운 실적이기기는 하지만 과거 실적보다는 11 월부터 본격화될 단체관광객 유입과 파이공 수요 턴어라운드, 고객 비중 변화에 따른 수익성 개선 등 변화될 미래를 바라봐야하는 시점입니다. 당사 유통업종 최선호주 의견을 유지합니다.

## 3Q23 Review

호텔신라는 3분기 매출액 10,118억원(-26% YoY), 영업이익 77억원(-71% YoY)를 기록했다. 매출액은 시장 기대치에 부합했으나, 영업이익은 시장 기대치를 약 89% 하회하는 부진한 실적이다. 부진한 실적을 기록한 주요 원인은 FIT, GT 등 관광객 매출 확대가 예상되는 상황에서 파이공 대응 체화재고를 선제적으로 해소하고 관광객 대응 재고 확보를 진행하는 영향 등으로 원가율 악화로 2~300억원 비용 부담이 발생했으며, 성과 충당금 50억원의 비용 요인이 있었다. 전분기 해외공항점의 일회성 이익 기저 영향이 시장 예상보다 컸던 것도 당분기 실적이 컨센서스를 하회한 주요 원인이다.

## 과거보다 미래를 바라봐야 할 때

금번 실적 부진이 펀더멘털의 이슈는 아니기에 금번 실적 쇼크를 크게 우려할 필요 없다고 판단한다. 외형 규모는 시장 눈높이에 부합했으며, 3분기 관광객 대상 프로모션 확대로 수익성이 QoQ로 악화될 것이라는 우려가 있었으나, 오히려 QoQ로 할인률은 개선되었다. 실적 부진보다는 4분기부터 나타날 변화에 주목할 필요가 있다. 11월부터 과거 소비 패턴을 가진 GT의 유입이 본격화될 수 있을 것으로 전망되며, 파이공의 수요 개선도 기대되는 시점이다. 파이공의 수요가 유지되는 상황에서 GT형 매출이 없어지는 구조가 전망되며, 이 과정에서 파이공향 매출 비중 축소로 이익 구조 개선도 기대해볼 수 있겠다. 당사는 고객 믹스 개선만으로 19년 수준의 시장 규모를 가정할 시 면세점 산업 내 약 3~4,000억원의 이익 증분을 기대해볼 수 있을 것이라 전망한다. 그리고 그 상당부분을 동사가 확보할 것으로 예상하고 있다.

## 투자의견 Buy 제시, 목표주가는 13만원 하향

투자의견 Buy를 유지하며, 해외공항 전망치를 하향하여 목표주가를 13만원으로 하향한다. 유통업종 당사 최선호주 의견은 유지하겠다.

[표1] 호텔신라 실적 테이블

(단위: 억 원)

	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23P	4Q23E	2022	2023E	2024E
매출액	10,944	11,659	13,618	12,999	7,521	8,669	10,118	11,959	49,220	38,267	58,098
YoY	50.5%	22.3%	40.6%	15.0%	-31.3%	-25.6%	-25.7%	-8.0%	30.2%	-22.3%	51.8%
TR	9,785	10,101	11,977	11,400	6,085	7,081	8,451	10,253	43,263	31,870	51,464
시내점	8,966	8,841	10,532	9,548	3,345	3,253	3,425	4,760	37,887	14,783	26,426
공항점	819	1,260	1,445	1,852	2,740	3,828	5,026	5,493	5,376	17,087	25,037
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	579	782	1,673	3,568
YoY	-43.2%	-6.9%	27.3%	적전	128.5%	55.6%	-71.1%	흑전	-34.2%	113.9%	113.3%
TR	127	148	6	-196	252	432	-163	417	85	938	2,765
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%	4.8%	1.6%	4.4%	6.1%
TR	1.3%	1.5%	0.1%	-1.7%	4.1%	6.1%	-1.9%	4.1%	0.2%	2.9%	5.4%
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] 호텔신라 P/E 밸류에이션

(단위: 억원, 배, 천주, 원)

	23년	비고
지배순이익	1,920	
Target P/E	25	
적정 시가총액	48,001	
발행주식 수	37,113	자사주 제외
적정주가	129,338	

자료: 한화투자증권 리서치센터

## [ 재무제표 ]

## 손익계산서

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2020	2021	2022	2023E	2024E
매출액	3,188	3,779	4,922	3,827	5,810
매출총이익	1,095	1,723	2,761	1,638	2,543
영업이익	-185	119	78	167	357
EBITDA	39	246	205	293	472
순이자손익	-37	-33	-30	-22	-29
외화관련손익	-11	-6	-9	-1	0
지분법손익	-23	-50	-15	1	0
세전계속사업손익	-361	48	-60	186	288
당기순이익	-283	27	-50	152	210
지배주주순이익	-283	27	-50	152	210
증가율(%)					
매출액	-44.2	18.5	30.2	-22.3	51.8
영업이익	적전	흑전	-34.1	113.6	113.3
EBITDA	-92.5	537.8	-16.9	43.2	61.2
순이익	적전	흑전	적전	흑전	38.5
이익률(%)					
매출총이익률	34.4	45.6	56.1	42.8	43.8
영업이익률	-5.8	3.1	1.6	4.4	6.1
EBITDA 이익률	1.2	6.5	4.2	7.7	8.1
세전이익률	-11.3	1.3	-1.2	4.9	5.0
순이익률	-8.9	0.7	-1.0	4.0	3.6

## 현금흐름표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2020	2021	2022	2023E	2024E
영업현금흐름	-52	42	220	-82	135
당기순이익	-283	27	-50	152	210
자산상각비	224	128	126	126	116
운전자본증감	-63	-207	13	-338	-191
매출채권 감소(증가)	95	-15	-5	-77	-79
재고자산 감소(증가)	218	-2	71	-319	-284
매입채무 증가(감소)	-294	29	-6	14	172
투자현금흐름	-260	134	-81	-250	-60
유형자산처분(취득)	-46	6	-54	-57	-60
무형자산 감소(증가)	0	0	0	0	0
투자자산 감소(증가)	4	1	-1	1	0
재무현금흐름	48	-180	146	-14	-108
차입금의 증가(감소)	82	-151	179	11	-100
자본의 증가(감소)	-13	-8	-8	-8	-8
배당금의 지급	-13	-8	-8	-8	-8
총현금흐름	53	248	206	246	326
(-)운전자본증가(감소)	-4	115	-135	385	191
(-)설비투자	48	22	54	57	60
(+)자산매각	2	28	0	1	0
Free Cash Flow	11	139	286	-196	75
(-)기타투자	285	-36	147	147	0
잉여현금	-274	175	139	-343	75
NOPLAT	-134	67	57	136	260
(+) Dep	224	128	126	126	116
(-)운전자본투자	-4	115	-135	385	191
(-)Capex	48	22	54	57	60
OpFCF	46	58	264	-180	125

주: IFRS 연결 기준

## 재무상태표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2020	2021	2022	2023E	2024E
유동자산	1,164	1,087	1,479	1,471	1,802
현금성자산	388	261	648	300	268
매출채권	136	178	249	245	324
재고자산	620	626	555	885	1,169
비유동자산	1,730	1,569	1,460	1,624	1,568
투자자산	1,051	937	832	1,033	1,033
유형자산	625	590	592	566	519
무형자산	54	42	35	25	17
자산총계	2,894	2,656	2,939	3,095	3,370
유동부채	775	1,012	1,306	1,195	1,268
매입채무	520	454	590	536	708
유동성이자부채	162	463	618	552	452
비유동부채	1,495	1,068	1,093	1,216	1,216
비유동이자부채	1,470	1,041	1,068	1,197	1,197
부채총계	2,270	2,080	2,399	2,411	2,484
자본금	200	200	200	200	200
자본잉여금	197	197	197	197	197
이익잉여금	342	289	242	386	589
자본조정	-115	-109	-99	-99	-99
자기주식	-104	-104	-104	-104	-104
자본총계	624	577	540	684	887

## 주요지표

(단위: 원, 배)

12 월 결산	2020	2021	2022	2023E	2024E
주당지표					
EPS	-7,226	685	-1,283	4,088	5,663
BPS	15,588	14,411	13,494	17,093	22,162
DPS	200	200	200	200	200
CFPS	1,327	6,204	5,146	6,153	8,155
ROA(%)	-8.8	1.0	-1.8	5.0	6.5
ROE(%)	-36.7	4.5	-9.0	24.8	26.8
ROIC(%)	-7.3	3.8	3.4	7.5	12.0
Multiples(x, %)					
PER	-11.4	113.9	-64.8	16.8	12.1
PBR	5.3	5.4	6.2	4.0	3.1
PSR	1.0	0.8	0.7	0.7	0.5
PCR	62.0	12.6	16.1	11.1	8.4
EV/EBITDA	117.3	17.7	21.2	14.2	8.7
배당수익률	0.2	0.3	0.2	0.3	0.3
안정성(%)					
부채비율	363.8	360.5	444.4	352.6	280.1
Net debt/Equity	199.3	215.5	192.3	212.0	155.9
Net debt/EBITDA	3,218.9	504.3	507.0	494.6	292.5
유동비율	150.1	107.5	113.2	123.1	142.2
이자보상배율(배)	n/a	3.0	1.8	3.4	7.0
자산구조(%)					
투자자본	55.2	59.7	51.0	61.1	63.2
현금+투자자산	44.8	40.3	49.0	38.9	36.8
자본구조(%)					
차입금	72.3	72.3	75.7	71.9	65.0
자기자본	27.7	27.7	24.3	28.1	35.0

## [ Compliance Notice ]

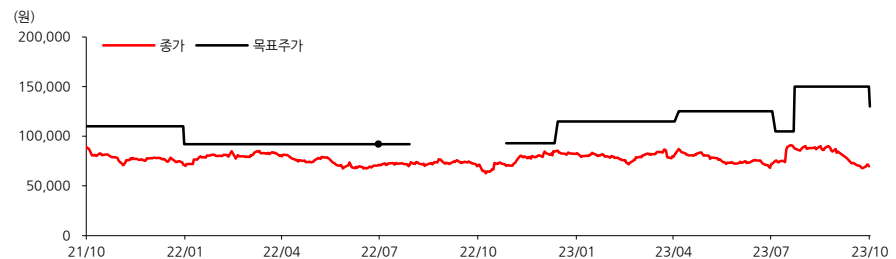
(공표일: 2023년 10월 30일)

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 책임소지에 대한 증빙으로 사용될 수 없습니다.

## [ 호텔신라 주가와 목표주가 추이 ]



## [ 투자의견 변동 내역 ]

일 시	2016.08.12	2021.11.01	2022.01.26	2022.04.27	2022.07.22	2022.11.22
투자의견	투자등급변경	Buy	Buy	Buy	Buy	담당자변경
목표가격		110,000	92,000	92,000	92,000	이진협
일 시	2022.11.22	2023.01.09	2023.01.30	2023.02.15	2023.02.28	2023.04.06
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	93,000	115,000	115,000	115,000	115,000	115,000
일 시	2023.05.02	2023.05.23	2023.06.26	2023.07.31	2023.08.18	2023.10.10
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	125,000	125,000	125,000	105,000	150,000	150,000
일 시	2023.10.30					
투자의견	Buy					
목표가격	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	-45.37	-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 투자의견 ]

당사는 산업에 대해 향후 1년간 해당 업종의 수익률이 과거 수익률에 비해 양호한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Positive(긍정적) 의견을 제시하고 있습니다. 또한 향후 1년간 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: 2023년 09월 30일)

투자등급	매수	중립	매도	합계
금융투자상품의 비중	95.6%	3.8%	0.6%	100.0%