

호텔신라 (008770)

3Q23 Review: 말문이 막히는 실적

면세부분 적자로 영업이익 전년동기대비 71% 하락

3분기 매출액 1조 118억원(-25.7% YoY), 영업이익 77억원(-71.1% YoY)을 기록하며 시장기대치(매출액 1조 1,522억원, 영업이익 616억원)를 대폭 하회하였다. 면세 부분에서 영업 적자(-163억원)를 기록한 영향이다. 원인은 ① 영업 효율화를 위한 체화재고 소진으로 원가비 증가(300억원 추정)한 영향이 가장 크다. 4분기는 면세점 업계 전반적으로 체화재고 소진이 두드러지는 시기다. 동사는 3분기 체화재고를 소진하였으나, 4분기에도 체화재고 소진 물량은 일부 남아있는 것으로 추정되며, 원가비용은 증가할 것으로 예상된다. ② 상여충당금 신규 반영으로 전분기 대비 인건비 부담 100억 증가, ③ 인천공항면세점 4기 매장 오픈 과정에서 외주용역비, 수선비, 고정 임차료 등 고정비 부담 100억 증가로 추정된다.

4Q Preview: Q(유커 입객 수 증가), P(객단가 상승) 기대

중국인 단체관광 재개에도 불구하고 상품 가격 조율 및 여행사 인력 총원 등으로 유커 입국까지는 시간이 소요되었다. 항공편 확대 및 중국내 비자 발급센터 확대로 병목현상이 해소되면서 2024년 중 2019년 수준의 중국인 관광객 입국 가능 전망된다. 유커 입국 시 객단가 추가 상승이 기대된다. 중국인 여행객은 다른 국가 여행객 대비 1인당 구매액이 높기 때문에 구매력 증가에 따른 긍정적 영향 기대된다.

투자의견 Buy 유지, 목표주가 90,000원으로 하향

동사에 대해 투자의견 Buy를 유지하고 목표주가는 3분기 실적을 반영하여 9만원으로 하향한다. 목표주가는 12M FWD EPS에 목표 PER 17.2배(2019년 최저 PER)을 적용하였다. 최저 PER을 적용한 이유는 4분기까지 체화재고 소진으로 원가율 상승 및 인천공항면세점 고정비 증가에 따른 영업이익률 하락이 예상되기 때문이다.

Forecasts and valuations (K-IFRS 연결)

(억원, 원, %, 배)

결산 (12월)	2021A	2022A	2023F	2024F
매출액	37,791	49,220	38,248	48,025
영업이익	1,188	783	1,327	2,141
지배순이익	271	-502	1,393	2,191
PER	127.5	-58.6	19.3	12.3
PBR	5.7	5.3	3.7	2.8
EV/EBITDA	19.2	19.7	13.3	9.3
ROE	4.5	-9.0	22.6	27.1

자료: 유안타증권



이승은 화장품/유통

seungeun.lee@yuantakorea.com

박현주 Research Assistant

hyunjoo.park@yuantakorea.com

BUY (M)
목표주가 90,000원 (D)
현재주가 (10/27) 68,500원
상승여력 31%

시가총액	27,231억원
총발행주식수	40,000,000주
60일 평균 거래대금	511억원
60일 평균 거래량	612,733주
52주 고/저	91,000원 / 62,700원
외인지분율	18.18%
배당수익률	0.24%
주요주주	삼성생명보험 외 5인

주가수익률 (%)	1개월	3개월	12개월
절대	(19.1)	(4.7)	(3.7)
상대	(13.4)	7.7	(4.2)
절대 (달러환산)	(19.5)	(10.2)	0.7

[표 1] 호텔신라 실적 추이 및 전망

(단위: 억원, %)

	1Q.22	2Q.22	3Q.22	4Q.22	1Q.23	2Q.23	3Q.23P	4Q.23E	2022	2023E
매출액	10,944	11,659	13,618	12,999	7,521	8,669	10,118	11,939	49,220	38,248
YoY	50.5	22.3	40.6	15.1	-31.3	-25.6	-25.7	-8.2	30.2	-22.3
면세유통	9,785	10,101	11,977	11,400	6,085	7,081	8,451	10,260	43,263	31,877
시내	8,966	8,841	10,532	9,548	3,345	3,253	5,026	7,695	37,887	19,319
공항	819	1,260	1,445	1,852	2,740	3,828	3,425	2,565	5,376	12,558
호텔&레저	1,159	1,558	1,641	1,599	1,436	1,588	1,667	1,679	5,957	6,370
영업이익	151	432	266	-67	345	672	77	142	783	1,237
YoY	-43.0	-6.8	27.7	적전	127.9	55.6	-71.1	흑전	-34.1	57.8
면세유통	127	148	6	-196	252	432	-163	11	85	532
호텔&레저	24	284	260	129	93	240	240	131	697	704
영업이익률	1.4	3.7	2.0	-0.5	4.6	7.8	0.8	1.2	1.6	3.2
면세유통	1.3	1.5	0.1	-1.7	4.1	6.1	-1.9	0.1	0.2	1.7
호텔&레저	2.1	18.2	15.8	8.1	6.5	15.1	14.4	7.8	11.7	11.1

자료: 호텔신라, 유안타증권 리서치센터

[표 2] 호텔신라 목표주가 산정 PER Multiple

	2023F	2024F	비고
[지배주주] 순이익 (억원)	1,393	2,191	
주식수 (만주)	3,925	3,925	보통주 기말 발행 주식수
EPS (원)	3,549	5,582	12M FWD EPS 5,243원
적정 PER (배)	17.2	17.2	2019년 최저 PER
적정주가 (원)	60,334	95,816	90,000원
현재주가(10/27) (원)	68,500	68,500	
상승여력 (%)	13.5	-28.5	31

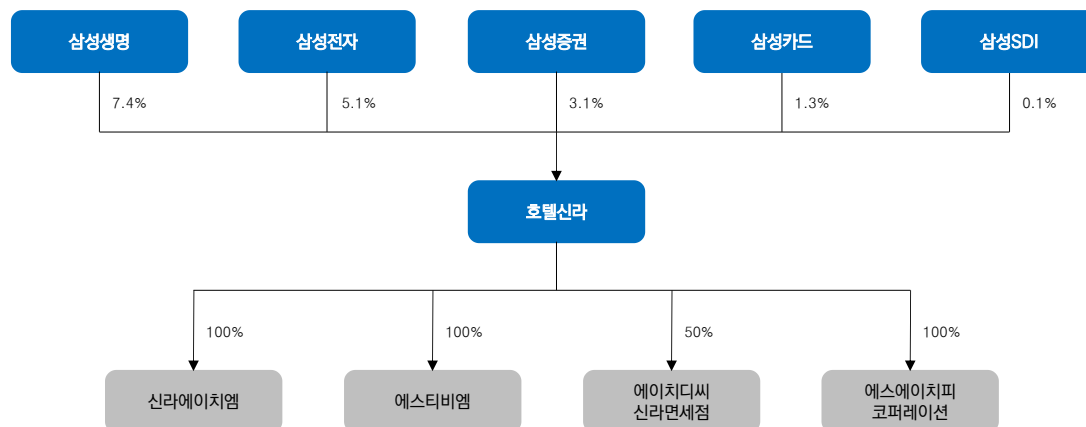
자료: 유안타증권 리서치센터

[그림 1] 호텔신라 주요 이벤트



자료: Quantwise, 언론사, 유안타증권 리서치센터

[그림 2] 호텔신라 지배구조



자료: Dart, 유안타증권 리서치센터

호텔신라 (008770) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

손익계산서 (단위: 억원)					
결산(12월)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
매출액	37,791	49,220	38,248	48,025	57,158
매출원가	20,564	21,611	21,949	27,419	32,440
매출총이익	17,227	27,609	16,299	20,606	24,718
판매비	16,039	26,826	14,972	18,465	21,829
영업이익	1,188	783	1,327	2,141	2,889
EBITDA	2,465	2,047	2,590	3,405	4,153
영업외손익	-709	-1,380	354	521	682
외환관련손익	-57	-90	256	369	505
이자손익	-332	-295	-220	-136	-45
관계기업관련손익	0	0	-60	-68	-75
기타	-320	-994	378	356	297
법인세비용차감전순이익	479	-596	1,680	2,662	3,571
법인세비용	209	-95	287	471	623
계속사업순이익	271	-502	1,393	2,191	2,948
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	271	-502	1,393	2,191	2,948
지배지분순이익	271	-502	1,393	2,191	2,948
포괄순이익	282	-290	1,600	2,400	3,160
지배지분포괄이익	282	-291	1,601	2,401	3,162

주: 영업이익 산출 기준은 기존 k-GAAP과 동일. 즉, 매출액에서 매출원가와 판매비만 차감

현금흐름표 (단위: 억원)					
결산(12월)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
영업활동 현금흐름	423	2,205	4,520	3,336	4,017
당기순이익	271	-502	1,393	2,191	2,948
감가상각비	1,114	1,125	1,125	1,125	1,125
외환손익	-34	-37	-256	-369	-505
중속, 관계기업관련손익	492	91	60	68	75
자산부채의 증감	-2,069	129	520	-1,348	-1,290
기타현금흐름	649	1,399	1,678	1,669	1,665
투자활동 현금흐름	1,343	-807	367	-775	-742
투자자산	1,386	-229	282	-401	-374
유형자산 증가 (CAPEX)	-221	-539	-255	-222	-233
유형자산 감소	276	1	112	98	101
기타현금흐름	-98	-39	229	-251	-236
재무활동 현금흐름	-1,802	1,460	-703	-312	-261
단기차입금	11	1,278	-579	-236	-207
사채 및 장기차입금	-1,255	-125	-245	-213	-202
자본	0	0	0	0	0
현금배당	-76	-76	-76	-76	-76
기타현금흐름	-482	382	196	213	225
연결범위변동 등 기타	63	55	-1,566	-95	-13
현금의 증감	27	2,912	2,619	2,153	3,002
기초 현금	2,402	2,429	5,341	7,960	10,113
기말 현금	2,429	5,341	7,960	10,113	13,115
NOPLAT	1,188	783	1,327	2,141	2,889
FCF	203	1,665	4,265	3,114	3,784

자료: 유안타증권

주: 1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임
2. PER 등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 주가 기준, 전망치는 현재주가 기준임
3. ROE, ROA의 경우, 자본, 자산 항목은 연초, 연말 평균을 기준으로 함

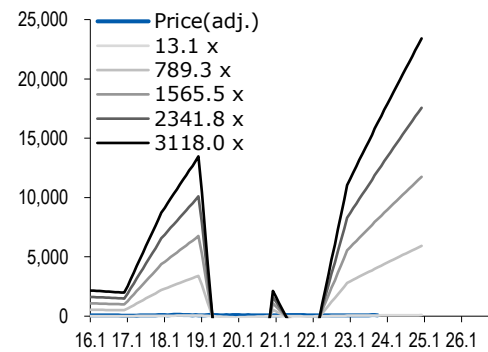
재무상태표 (단위: 억원)					
결산(12월)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
유동자산	10,872	14,788	15,301	19,331	24,086
현금및현금성자산	2,429	5,341	7,960	10,113	13,115
매출채권 및 기타채권	1,783	2,495	1,939	2,434	2,897
재고자산	6,258	5,555	4,316	5,420	6,450
비유동자산	15,692	14,597	13,195	12,456	11,699
유형자산	5,899	5,922	4,940	3,939	2,947
관계기업 등 지분관련자산	438	335	391	491	584
기타투자자산	2,305	1,522	1,184	1,485	1,766
자산총계	26,564	29,385	28,496	31,787	35,785
유동부채	10,118	13,060	10,947	12,078	13,148
매입채무 및 기타채무	4,542	5,904	4,588	5,761	6,856
단기차입금	44	2,000	1,623	1,207	832
유동성장기부채	2,999	2,599	2,599	2,599	2,599
비유동부채	10,678	10,928	10,627	10,464	10,308
장기차입금	0	0	0	0	0
사채	5,491	6,388	6,143	5,930	5,728
부채총계	20,795	23,988	21,574	22,541	23,456
지배지분	5,764	5,398	6,922	9,245	12,329
자본금	2,000	2,000	2,000	2,000	2,000
자본잉여금	1,966	1,966	1,966	1,966	1,966
이익잉여금	2,886	2,423	3,740	5,855	8,727
비지배지분	5	0	0	0	0
자본총계	5,769	5,398	6,922	9,246	12,329
순차입금	12,430	10,378	7,189	4,360	738
총차입금	15,036	16,856	16,032	15,583	15,174

Valuation 지표 (단위: 원, 배, %)					
결산(12월)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
EPS	685	-1,283	3,545	5,578	7,506
BPS	15,228	14,259	18,285	24,424	32,571
EBITDAPS	6,162	5,117	6,475	8,511	10,381
SPS	94,478	123,050	95,619	120,063	142,895
DPS	200	200	200	200	200
PER	127.5	-58.6	19.3	12.3	9.1
PBR	5.7	5.3	3.7	2.8	2.1
EV/EBITDA	19.2	19.7	13.3	9.3	6.7
PSR	0.9	0.6	0.7	0.6	0.5

재무비율 (단위: 배, %)					
결산(12월)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
매출액 증가율 (%)	18.5	30.2	-22.3	25.6	19.0
영업이익 증가율 (%)	흑전	-34.1	69.3	61.4	34.9
지배순이익 증가율 (%)	흑전	적전	흑전	57.3	34.5
매출총이익률 (%)	45.6	56.1	42.6	42.9	43.2
영업이익률 (%)	3.1	1.6	3.5	4.5	5.1
지배순이익률 (%)	0.7	-1.0	3.6	4.6	5.2
EBITDA 마진 (%)	6.5	4.2	6.8	7.1	7.3
ROIC	7.7	7.8	15.7	30.2	47.9
ROA	1.0	-1.8	4.8	7.3	8.7
ROE	4.5	-9.0	22.6	27.1	27.3
부채비율 (%)	360.5	444.4	311.7	243.8	190.2
순차입금/자기자본 (%)	215.6	192.3	103.9	47.2	6.0
영업이익/금융비용 (배)	3.0	1.8	3.0	5.1	7.1

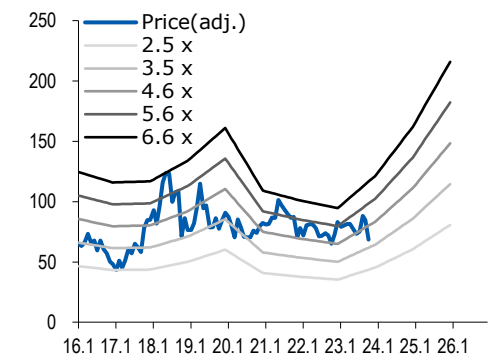
P/E band chart

(천원)

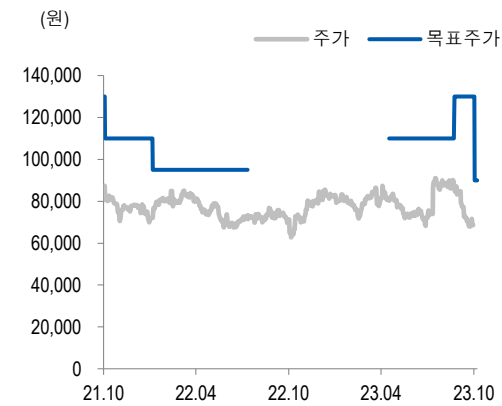


P/B band chart

(천원)



호델신라 (008770) 투자등급 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2023-10-30	Buy	90,000	1년		
2023-09-21	Buy	130,000	1년	-42.77	-33.00
2023-05-15	Buy	110,000	1년	-27.75	-17.27
담당자변경					
2022-02-03	Buy	95,000	1년	-19.37	-10.42
2021-11-01	Buy	110,000	1년	-30.00	-24.82
2021-06-01	Buy	130,000	1년	-29.00	-21.92

자료: 유안타증권

주: 과리율 = (실제주가* - 목표주가) / 목표주가 X 100

* 1) 목표주가 제시 대상시점까지의 "평균주가"

2) 목표주가 제시 대상시점까지의 "최고(또는 최저) 주가"

구분	투자의견 비율(%)
Strong Buy(매수)	0
Buy(매수)	89.9
Hold(중립)	10.1
Sell(비중축소)	0
합계	100.0

주: 기준일 2023-10-29

※ 해외 계열회사 등이 작성하거나 공표한 리포트는 투자등급 비율 산정시 제외

- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 타인의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인함. (작성자 : 이승은)
- 당사는 자료공표일 현재 동 종목 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당 기업과 관련하여 특별한 이해관계가 없습니다.
- 당사는 동 자료를 전문투자자 및 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 자료공표일 현재 대상법인의 주식관련 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 종목 투자등급 (Guide Line): 투자기간 12개월, 절대수익률 기준 투자등급 4단계(Strong Buy, Buy, Hold, Sell)로 구분한다
- Strong Buy: 30%이상 Buy: 10%이상, Hold: -10~10%, Sell: -10%이하로 구분
- 업종 투자등급 Guide Line: 투자기간 12개월, 시가총액 대비 업종 비중 기준의 투자등급 3단계(Overweight, Neutral, Underweight)로 구분
- 2014년 2월21일부터 당사 투자등급이 기존 3단계 + 2단계에서 4단계로 변경

본 자료는 투자자의 투자를 권유할 목적으로 작성된 것이 아니라, 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 작성된 참고 자료입니다. 본 자료는 금융투자분석사가 신뢰할만 하다고 판단되는 자료와 정보에 의거하여 만들어진 것이지만, 당사와 금융투자분석사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없습니다. 따라서, 본 자료를 참고한 투자자의 투자사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않습니다. 또한, 본 자료는 당사 투자자에게만 제공되는 자료로 당사의 동의 없이 본 자료를 무단으로 복제 전송 인용 배포하는 행위는 법으로 금지되어 있습니다.