

호텔신라 (008770)

유정현

junghyun.yu@daishin.com

투자의견

BUY

매수, 유지

6개월 목표주가

58,000

하향

현재주가

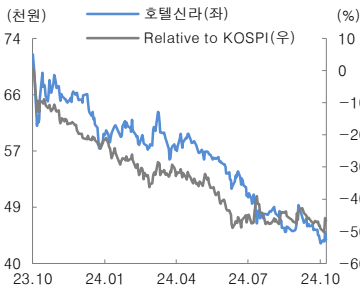
43,600

(24.11.01)

유통업종

KOSPI	2542.36
시가총액	1,739십억원
시가총액비중	0.08%
자본금(보통주)	196십억원
52주 최고/최저	68,800원 / 43,000원
120일 평균거래대금	76억원
외국인지분율	13.77%
주요주주	삼성생명보험 외 5 인 17.34%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-8.8	-13.5	-26.8	-28.9
상대수익률	-7.0	-5.5	-22.5	-35.6



수요 저조에 따른 할인율 상승과 공항 임차료 상승으로 부진

- TR 부문 할인율 상승과 국내외 공항 적자로 손익 부진 지속
- 호텔&레저 부문 안정적 실적 기록
- 글로벌 관광객 면세 구매액 회복에 다소 시간 걸릴 듯

투자의견 BUY를 유지하며 목표주가 58,000원으로 27% 하향

투자의견 BUY를 유지하며 목표주가를 58,000원(25년 EV/EBITDA 17배)으로 27% 하향. 목표 EV/EBITDA 17배는 현재 면세점 산업의 부진한 상황을 고려하여 면세점 산업 정상화 구간의 EV/EBITDA 21배를 20% 할인하여 산출

TR 부문 수익성 훼손 이유는 방한 외국인 수 회복에도 불구하고, 면세점 이용회복율이 여전히 부진하여 할인율이 크게 상승한데 있기 때문. 상반기 흑자였던 국내 공항이 적자 전환한 것도 결국 면세 구매액 회복이 뒤따르지 않고 있기 때문. TR 수익성 회복을 위해서는 중국 소비 경기 회복도 필요하지만 해외 여행객의 면세 소핑액이 다시 크게 늘어야 하는 상황으로 주가가 회복하는데 시간이 필요할 것으로 판단. 다만 주가가 이미 부진한 업황을 반영하고 있어서 BUY 의견 유지

3Q24 Review: 할인율 상승, 공항 임차료 상승으로 부진 지속

매출액과 영업이익은 각각 1조 162억원(+0%, yoy), -170억원(적전, yoy) 기록

[TR] 매출액 증가율 yoy -0.1% 기록. 3분기 국내 시내점 매출 성장률은 8% 증가하며 시내 면세점 평균 매출 성장률이 -7%였던 것에 비해 양호. 공항 매출액은 국내 영업면적 확대 불구하고 면세점 매출이 6% 감소. TR 영업이익 -387억원으로 전년동기의 -163억원 대비 적자 확대. 이는 올해 계속되는 해외 공항 영업 적자(약 130억원 내외 추정)에 인천공항 4기 운영 1차 그랜드 오픈에 따라 임시 매장의 정규 매장 전환으로 임차료 부담이 늘면서 국내 공항도 적자 전환하였기 때문. 여기에 중국 소비 경기 부진에 따른 수요 저조로 시내점 할인율 상승이 적자 확대 원인으로 작용 [호텔&레저] 매출액 yoy 3% 증가, 영업이익 yoy 10% 감소. 해외 여행 증가로 서울 및 제주 ADR 하락하며 영업이익 감소

(단위: 십억원, %)

구분	3Q23	2Q24	직전추정	잠정치	3Q24			4Q24		
					YoY	QoQ	Consensus	당사추정	YoY	QoQ
매출액	1,012	1,003	1,217	1,016	0.4	1.3	964	1,048	11.8	3.1
영업이익	8	28	31	-17	적전	적전	27	17	흑전	흑전
순이익	-3	27	24	-19	적지	적전	16	12	흑전	흑전

자료: 호텔신라, FnGuide, 대신증권 Research Center

영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원, 원, %)

	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
매출액	4,922	3,568	4,048	4,469	4,701
영업이익	78	91	40	107	133
세전순이익	-60	107	23	95	113
총당기순이익	-50	86	18	76	90
지배지분순이익	-50	86	18	76	90
EPS	-1,254	2,149	460	1,900	2,258
PER	NA	30.4	101.6	24.6	20.7
BPS	13,494	15,212	15,848	18,373	22,253
PBR	6.2	4.3	2.8	2.4	2.0
ROE	-9.0	15.0	3.0	11.1	11.1

주: EPS와 BPS, ROE는 지배지분 기준으로 산출, 자료: 호텔신라, 대신증권 Research Center

연간 실적 추정 변경

(단위: 십억원, 원, %, %p)

	수정전		수정후		변동률	
	2024F	2025F	2024F	2025F	2024F	2025F
매출액	4,306	4,994	4,048	4,469	-6.0	-10.5
영업이익	94	147	40	107	-57.2	-27.4
지배지분순이익	60	95	18	76	-69.5	-19.8
영업이익률	2.2	2.9	1.0	2.4		
순이익률	1.4	1.9	0.5	1.7		

자료: 호텔신라, 대신증권 Research Center

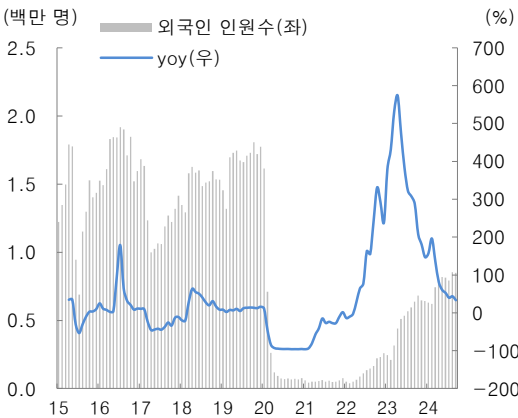
표 1. 호텔신라 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원, %)

	2023				2024F				2023	2024F	2025F
	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q			
매출액	752	867	1,012	938	980	1,003	1,016	1,048	3,568	4,047	4,469
TR	609	708	845	772	831	833	845	874	2,934	3,382	3,766
호텔& 레저	144	159	167	166	150	170	171	175	635	666	703
영업이익	35	67	8	-18	12	28	-17	17	91	40	107
TR	25	43	-16	-30	6	7	-39	-7	22	-32	28
호텔& 레저	9	24	24	11	6	21	22	24	69	73	79
영업이익률	4.6	7.8	0.8	-1.9	1.2	2.8	-1.7	1.7	2.6	1.0	2.4
TR	4.1	6.1	-1.9	-3.8	0.7	0.8	-4.6	-0.7	0.8	-1.0	0.7
호텔& 레저	6.5	15.1	14.4	6.9	4.1	12.1	12.7	13.7	10.8	10.9	11.2
yoy											
매출액	-31.3	-25.6	-25.7	-27.9	30.3	15.7	0.4	11.8	-27.5	13.4	10.4
TR	-37.8	-29.9	-29.4	-32.3	36.5	17.6	0.0	13.1	-32.2	15.3	11.4
호텔& 레저	23.9	1.9	1.6	3.6	4.5	6.9	2.8	5.4	-32.2	15.3	11.4
영업이익	128.0	55.6	-70.9	174.4	-65.0	-58.9	적확	흑전	16.4	-55.9	165.5

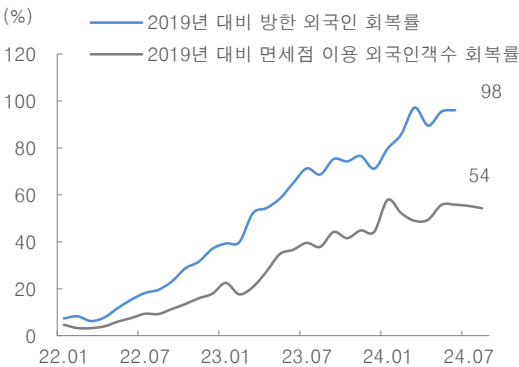
주: K-IFRS 연결기준
자료: 호텔신라, 대신증권 Research Center

그림 1. 면세점 방문 외국인수



자료: 면세점협회, 대신증권 Research Center

그림 2. 외국인 입국자수 & 면세점 이용객수 회복률 (2019년 대비)



자료: 면세점협회, 대신증권 Research Center

1. 기업개요

기업 및 경영진 현황

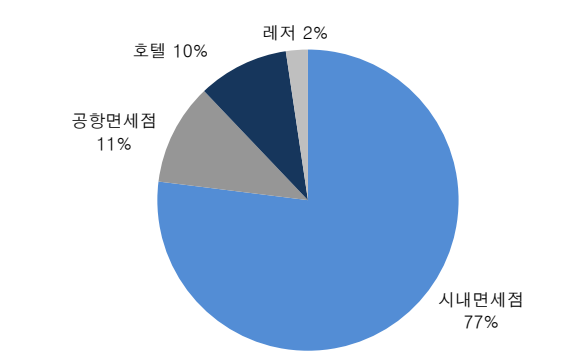
- 동사는 국내 면세점 시장에서 2위의 점유율을 차지하고 있는 사업자로서 서울, 제주 시내 면세점 및 인천국제공항 면세점 등 국내 뿐 아니라 싱가포르, 홍콩, 마카오 등 해외에서도 사업을 영위하고 있음
- 서울신라호텔, 제주신라호텔 운영을 통한 호텔 사업도 영위 중
- 자산 3조 65억원, 부채 2조 3,980억원, 자본 6,085억원
- 발행주식 수: 40,000,000주 (자기주식수: 2,146,407주)

주가 변동요인

- 달러 대비 위안화 환율, 중국 소비자 심리 지수
- 중국 단체관광객수 회복 여부

주: 자산 규모는 2023년 12월 말 기준, 보통주 기준
자료: 호텔신라, 대신증권 Research Center

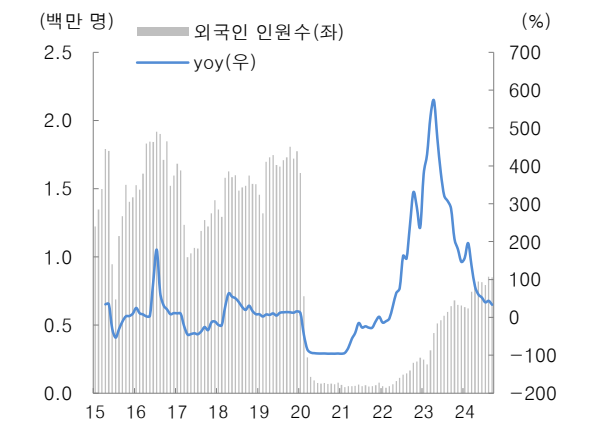
매출 비중 추이



주: 2023년 말 기준
자료: 호텔신라, 대신증권 Research Center

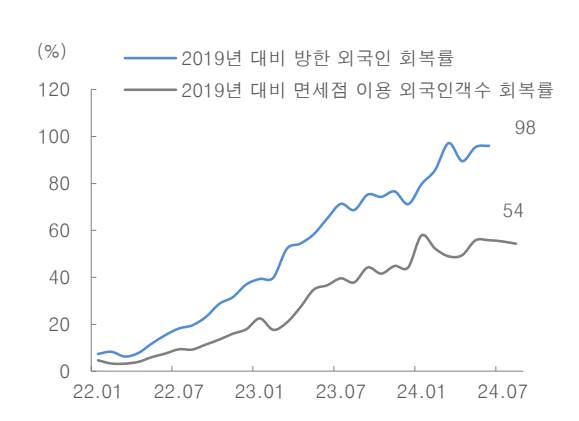
2. Earnings Driver

면세점 방문 외국인수



자료: 면세점협회, 대신증권 Research Center

외국인 입국자수 & 면세점 이용객수 회복률 (2019년 대비)



자료: 면세점협회, 대신증권 Research Center

재무제표

포괄손익계산서						재무상태표					
(단위: 십억원)						(단위: 십억원)					
	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F		2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
매출액	4,922	3,568	4,048	4,469	4,701	유동자산	1,479	1,380	1,350	1,323	1,293
매출원가	2,161	2,150	2,440	2,748	2,891	현금및현금성자산	534	412	349	253	187
매출총이익	2,761	1,419	1,608	1,721	1,809	매출채권 및 기타채권	249	269	212	204	195
판매비와관리비	2,683	1,327	1,567	1,615	1,676	재고자산	555	630	715	789	830
영업이익	78	91	40	107	133	기타유동자산	140	70	73	77	82
영업이익률	1.6	2.6	1.0	2.4	2.8	비유동자산	1,460	1,626	1,625	1,633	1,647
EBITDA	205	219	127	187	208	유형자산	592	573	547	526	509
영업외손익	-138	16	-17	-12	-21	관계기업투자금	33	35	36	37	38
관계기업손익	0	0	0	0	0	기타비유동자산	834	1,018	1,042	1,070	1,100
금융수익	13	42	42	40	40	자산총계	2,939	3,007	2,975	2,956	2,941
외환관련이익	30	31	26	26	26	유동부채	1,306	1,188	1,181	1,160	1,088
금융비용	-120	-52	-51	-45	-43	매입채무 및 기타채무	590	677	713	746	763
외환관련손실	0	0	0	0	0	차입금	200	150	100	50	60
기타	-31	25	-8	-7	-17	유동성채무	260	190	210	220	132
법인세비용차감전순손익	-60	107	23	95	113	기타유동부채	256	172	157	144	133
법인세비용	9	-21	-5	-19	-22	비유동부채	1,093	1,210	1,160	1,061	962
계속사업순손익	-50	86	18	76	90	차입금	639	749	748	647	546
중단사업순손익	0	0	0	0	0	전환증권	0	0	0	0	0
당기순이익	-50	86	18	76	90	기타비유동부채	454	461	412	414	416
당기순이익률	-1.0	2.4	0.5	1.7	1.9	부채총계	2,399	2,398	2,341	2,221	2,050
비배지분순이익	0	0	0	0	0	지배지분	540	608	634	735	890
지배지분순이익	-50	86	18	76	90	자본금	200	200	200	200	200
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0	자본잉여금	197	197	197	197	197
기타포괄이익	2	-1	0	0	0	이익잉여금	242	304	315	384	466
포괄순이익	-29	76	23	74	91	기타자본변동	-99	-92	-78	-45	27
비배지분포괄이익	0	0	0	0	0	비배지분	0	0	0	0	0
지배지분포괄이익	-29	76	23	74	91	자본총계	540	608	634	735	890

						순차입금	1,038	1,152	1,119	1,061	935
Valuation 지표						현금흐름표					
(단위: 원 배, %)						(단위: 십억원)					
	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F		2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
EPS	-1,254	2,149	460	1,900	2,258	영업활동 현금흐름	220	243	72	75	105
PER	NA	30.4	101.6	246	20.7	당기순이익	-50	86	18	76	90
BPS	13,494	15,212	15,848	18,373	22,253	비현금항목의 가감	256	127	82	80	77
PBR	6.2	4.3	2.8	2.4	2.0	감가상각비	126	128	87	80	74
EBITDAPS	5,117	5,472	3,184	4,671	5,198	외환손익	-4	-3	10	5	5
EV/EBITDA	21.2	17.2	22.4	15.0	12.9	지분법평가손익	0	0	0	0	0
SPS	123,050	89,212	101,195	111,726	117,518	기타	133	3	-15	-5	-3
PSR	0.7	0.7	0.4	0.4	0.4	자산부채의 증감	13	12	-2	-44	-23
CFPS	5,146	5,323	2,514	3,897	4,174	기타현금흐름	2	18	-27	-37	-39
DPS	200	200	200	200	200	투자활동 현금흐름	-81	-231	-116	-116	-117
						투자자산	-29	-126	-4	-4	-4
재무비율						유형자산	-54	-53	-53	-53	-53
(단위: 원 배, %)						기타	2	-52	-58	-59	-59
	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F	재무활동 현금흐름	146	-138	-158	-268	-306
성장성						단기차입금	195	-50	-50	-50	10
매출액 증가율	30.2	-27.5	13.4	10.4	5.2	사채	349	299	-1	-101	-101
영업이익 증가율	-34.1	16.4	-55.9	165.5	25.0	장기차입금	0	0	0	0	0
순이익 증가율	적전	흑전	-78.6	313.1	18.8	유상증자	0	0	0	0	0
수익성						현금배당	-8	-8	-8	-8	-8
ROIC	6.4	7.4	3.3	8.8	10.9	기타	-391	-380	-99	-110	-208
ROA	2.8	3.1	1.3	3.6	4.5	현금의 증감	291	-122	-62	-96	-66
ROE	-9.0	15.0	3.0	11.1	11.1	기초 현금	243	534	412	349	253
안정성						기말 현금	534	412	349	253	187
부채비율	444.4	394.1	369.3	302.2	230.3	NOPLAT	66	73	32	85	107
순차입금비율	192.3	189.4	176.5	144.3	105.0	FCF	138	146	65	111	127
이자보상배율	1.8	1.8	0.8	2.4	3.1						

자료: 호텔신라, 대신증권 Research Center

[Compliance Notice]

금융투자업규정 4-20조 1항5호사목에 따라 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없으며, 당사의 금융투자분석사는 자료작성일 현재 본 자료에 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 당사의 금융투자분석사는 본 자료의 작성과 관련하여 외부 부당한 압력이나 간섭을 받지 않고 본인의 의견을 정확하게 반영하였습니다.

(담당자:유정현)

본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 Research Center의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 동 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.

[투자의견 및 목표주가 변경 내용]

호텔신라(008770) 투자의견 및 목표주가 변경 내용

제시일자	24.11.05	24.07.29	24.05.06	24.05.02	24.04.08	24.01.28
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	58,000	80,000	80,000	80,000	80,000	80,000
과리율(평균%)		(42.03)	(28.44)	(26.03)	(25.98)	(25.41)
과리율(최대/최소%)		(37.00)	(21.38)	(21.38)	(21.38)	(21.38)

제시일자	23.12.02	23.11.02	23.09.01	23.07.31	23.05.11	23.05.02
투자의견	Buy	6개월 경과	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	95,000	130,000	130,000	130,000	130,000	130,000
과리율(평균%)	(33.83)	(48.89)	(39.81)	(39.79)	(41.29)	(36.14)
과리율(최대/최소%)	(30.53)	(47.08)	(30.00)	(30.00)	(34.00)	(34.00)

제시일자	23.04.27	23.02.17	23.02.10	23.01.31	23.01.29	23.01.27
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	115,000	115,000	115,000	115,000	115,000	115,000
과리율(평균%)	(29.98)	(29.97)	(28.71)	(28.61)	(27.96)	(27.83)
과리율(최대/최소%)	(24.78)	(24.78)	(25.65)	(25.65)	(25.65)	(25.65)

제시일자	23.01.20	23.01.13	23.01.06	23.01.02	22.11.05
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	115,000	115,000	115,000	115,000	90,000
과리율(평균%)	(27.82)	(27.71)	(27.33)	(27.97)	(16.23)
과리율(최대/최소%)	(25.65)	(25.65)	(25.65)	(26.09)	(6.00)

투자의견 비율공시 및 투자등급관련사항(기준일자:20241030)

구분	Buy(매수)	Marketperform(중)	Underperform(매도)
비율	93.2%	6.8%	0.0%

산업 투자의견

- Overweigh(비중확대)
: 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 초과 상승 예상
- Neutral(중립)
: 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률과 유사한 수준 예상
- Underweigh(비중축소)
: 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 하회 예상

기업 투자의견

- Buy(매수)
: 향후 6개월간 시장수익률 대비 10%p 이상 주가 상승 예상
- Marketperform(시장수익률)
: 향후 6개월간 시장수익률 대비 -10%p~10%p 주가 변동 예상
- Underperform(시장수익률 하회)
: 향후 6개월간 시장수익률 대비 10%p 이상 주가 하락 예상