



BUY(Maintain)

목표주가: 106,000원
주가(4/28): 81,500원
시가총액: 31,987억원



음식료/유통 Analyst 박상준
sjpark@kiwoom.com

RA 신대현
shin8d@kiwoom.com

Stock Data

KOSPI (4/28)	2,501.53pt	
52 주 주가동향	최고가	최저가
최고/최저가 대비	86,500원	62,700원
등락률	-5.8%	30.0%
수익률	절대	상대
1M	3.4%	0.7%
6M	14.3%	3.7%
1Y	0.2%	6.9%

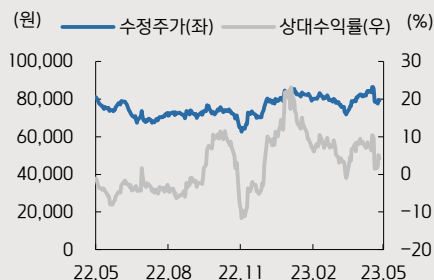
Company Data

발행주식수	39,248천주
일평균 거래량(3M)	304천주
외국인 지분율	19.5%
배당수익률(23E)	0.2%
BPS(23E)	17,285원
주요 주주	삼성생명보험 외 5 인 17.3%

투자지표

(십억원, IFRS 연결)	2021	2022	2023F	2024F
매출액	3,779.1	4,922.0	3,811.2	4,726.9
영업이익	118.8	78.3	204.2	284.0
EBITDA	161.4	121.4	249.1	333.5
세전이익	47.9	-59.6	204.1	246.7
순이익	27.1	-50.2	159.3	187.0
지배주주지분순이익	27.1	-50.2	159.3	187.0
EPS(원)	677	-1,254	3,982	4,676
증감률(% YoY)	흑전	적전	흑전	17.4
PER(배)	115.3	-66.3	20.5	17.4
PBR(배)	5.41	6.16	4.71	3.74
EV/EBITDA(배)	23.0	31.5	14.3	10.4
영업이익률(%)	3.1	1.6	5.4	6.0
ROE(%)	4.5	-9.0	25.9	23.9
순차입금비율(%)	102.9	96.0	52.1	29.6

Price Trend



호텔신라 (008770)

면세점 사업 정상화의 원년



호텔신라의 1분기 영업이익은 다이고페이백을 개선, 고객 Mix 개선, 특허수수료 감면 분 환입 영향 등에 힘입어, 시장 컨센서스를 상회한 것으로 판단된다. 다이고페이백 계정 변경 영향으로 회계 순매출은 전년대비 감소하나, 다이고 의존도 하락으로 비즈니스 모델의 안정성과 수익성이 개선되고, 중국 소비경기 및 해외 여행 수요 회복에 따른 수혜가 지속될 것으로 전망된다.

>>> 1분기 영업이익 345억원으로 시장 컨센서스 상회

호텔신라의 1Q23 연결기준 영업이익 345억원(+128% YoY)으로 시장 컨센서스를 상회하였다. 다이고페이백을 개선, FIT 수요 증가에 따른 고객 Mix 개선, 특허수수료 감면 분 환입 영향(130억) 등에 힘입어, TR부문의 수익성이 시장 기대치를 상회한 것으로 판단된다. 지배주주순이익은 주식매매대금 청구 소송 관련 일회성 수익(영업외이익 340억)이 반영되면서, 영업이익 대비 증가 폭이 컸던 것으로 판단된다.

TR 부문(면세점)의 매출은 QoQ -47% 감소하였다. 해외 여행 수요 회복에 따른 매출 증가에도 불구하고, 시내점은 다이고페이백을 개선을 위한 구조 재편 영향으로 매출이 전분기 대비 감소하였다(시내점 -65% QoQ, 공항점 +48% QoQ). 시내점 매출 증감률은 한국면세점협회의 한국 시내면세점 시장 증감률(-38% QoQ) 대비 부진하였는데, 이는 다이고 관련 페이백이 사후 알선로 지급에서 사전적 즉시 할인으로 변경되면서, 판관비가 매출 할인 계정으로 변경된 영향에 기인한다. **호텔/레저 부문**의 매출은 YoY +24% 증가하였다. 내국인의 해외 여행 수요 증가로 제주점 투숙률이 하락하였으나, 내외국인 여행 수요 및 식음/연회 행사 수요 회복 등에 힘입어, 매출과 영업이익이 전년동기 대비 증가한 것으로 판단된다.

>>> **다이고 의존도 하락으로 비즈니스 모델의 안정성 개선 전망**
2Q23 연결기준 매출액은 8,642억원(+15% QoQ/-26% YoY), 영업이익은 491억원(+42% QoQ/+14% YoY)으로 전망한다. **다이고페이백 관련 계정 변경 영향으로 회계 순매출은 YoY 감소할 것으로 전망되나, 해외 여행 수요 회복 영향으로 소매 고객 중심의 QoQ 매출 증가는 가파르게 나타날 전망이다.**

특히, 상대적으로 수익성이 높은 소매 고객의 매출이 증가하면서, 다이고에 대한 의존도가 점차 하락하고, **비즈니스 모델의 수익성과 안정성이 개선될 전망이다.** 판매 볼륨 유지와 고정비 커버를 위해 다이고 영업을 무리하게 할 유인이 사라졌기 때문이다. 이에 따라, 중국 6.18행사/광군제 등에 따른 매출 변동성이 축소되고, 해외 여행 수요 변화에 따른 매출 변동성이 확대될 것으로 판단된다.

중국 소비경기 및
해외 여행 수요 회복에
따른 수혜 지속 전망

위와 같이, 다이고페이백 관련 계정 변경 영향(판관비 -) 매출 할인)으로 회계 순매출에서 다이고 경로가 차지하는 비중은 상대적으로 낮아졌으나, 중국 소비경기 및 해외 여행 수요 회복에 따른 수혜는 지속될 것으로 전망된다. **1) 다이고에게 한국 면세점이 주요 소싱 채널로서 여전히 중요한 경로이고, 2) 글로벌 리오프닝으로 내국인 아웃바운드와 외국인 인바운드가 가파르게 증가하고 있기 때문이다.** 특히, 면세점 채널의 소매 고객 트래픽이 가파르게 증가하고 있기 때문에, 전사 수익성 레벨도 상향될 가능성 여지가 충분한 것으로 판단된다.

투자 의견 BUY,
목표주가
106,000원 유지

호텔신라에 대해 투자 의견 BUY, 목표주가 106,000원을 유지한다. 당사는 중국 소비경기 및 해외 여행 수요 회복, 다이고페이백을 안정화 등에 힘입어, 전사 실적 개선 흐름이 지속될 것으로 전망된다.

호텔신라 1Q23 실적 리뷰 (단위: 십억원)

구분	1Q23P	1Q22	(YoY)	4Q22	(QoQ)	컨센서스	(차이)	키움증권	(차이)
매출액	752.1	1,094.4	-31.3%	1,299.9	-42.1%	987.5	-23.8%	1,043.2	-27.9%
영업이익 (OPM)	34.5	15.1	128.0%	-6.7	흑전	20.4	69.2%	24.4	41.5%
지주순이익	4.6%	1.4%	3.2%p	-0.5%	5.1%p	2.1%	2.5%p	2.3%	2.3%p
지주순이익	53.2	-7.7	흑전	-81.0	흑전	3.8	1300.3%	9.6	454.3%

자료: 호텔신라, Fn Guide, 키움증권 리서치

호텔신라 1Q23 실적 리뷰 상세

부문	주요 내용
면세점 매출	- 시내점 -63% YoY/-65% QoQ, 공항점 +235% YoY/+48% QoQ - 시내점/공항점 모두 해외 여행 수요 회복에 따른 매출 증가 있었으나, 시내점은 다이고페이백을 개선 위한 구조 재편 영향으로 매출 감소 - 시내점 POS 매출 성장률은 시장 성장률과 유사했으나(-38% QoQ), 다이고 관련페이백이 즉시 할인으로 변경되면서, 회계 순매출이 더 크게 감소 - 공항별 트래픽 회복 속도는 싱가포르 차이가 가장 좋은 편(19년 대비 차이 80%대, 인천 60%대, 홍콩 30%대, 마카오 30%대)
면세점 수익성	- 다이고페이백을 개선, FIT 수요 증가에 따른 고객 Mix 개선, 특허수수료 감면분 환입 영향(130억) 등에 힘입어, 수익성 개선
호텔/레저	- 호텔/레저는 제주점 투숙률 하락에도 불구하고, 여행 수요 및 식음/연회 행사 수요 회복에 힘입어, 매출은 YoY +24% 증가 - 수익성 개선은 매출 증가에 따른 영업레버리지 효과에 기인

자료: 호텔신라, 키움증권 리서치

호텔신라 실적 추정치 변경 내역 (단위: 십억원)

구분	변경 전			변경 후			차이		
	2Q23E	2023E	2024E	2Q23E	2023E	2024E	1Q23E	2023E	2024E
매출액	1,256.4	5,335.0	6,434.8	864.2	3,811.2	4,726.9	-31.2%	-28.6%	-26.5%
영업이익 (OPM)	53.2	201.8	263.9	49.1	204.2	284.0	-7.7%	1.2%	7.6%
지배주순이익	4.2%	3.8%	4.1%	5.7%	5.4%	6.0%	1.4%p	1.6%p	1.9%p
지배주순이익	31.4	117.5	165.3	29.8	159.3	187.0	-5.2%	35.5%	13.1%

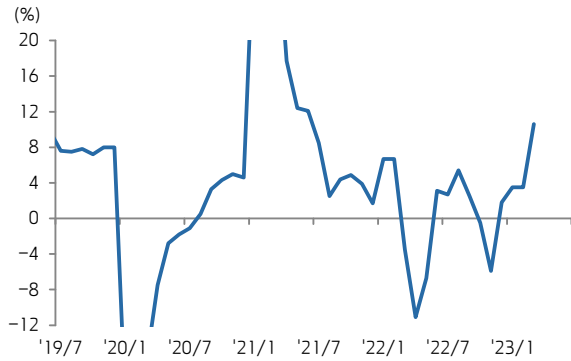
자료: 키움증권 리서치

호텔신라 연결기준 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23P	2Q23E	3Q23E	4Q23E	2022	2023E	2024E
영업수익	1,094.4	1,165.9	1,361.8	1,299.9	752.1	864.2	1,107.2	1,087.7	4,922.0	3,811.2	4,726.9
(YoY)	50.5%	22.3%	40.6%	15.1%	-31.3%	-25.9%	-18.7%	-16.3%	30.2%	-22.6%	24.0%
TR	978.5	1,010.1	1,197.7	1,140.0	608.5	709.0	946.9	931.2	4,326.3	3,195.5	4,070.8
(YoY)	54.7%	19.3%	39.7%	13.2%	-37.8%	-29.8%	-20.9%	-18.3%	29.4%	-26.1%	27.4%
시내	896.6	884.1	1,053.2	954.8	334.5	401.4	453.6	458.1	3,788.7	1,647.6	1,944.2
(YoY)	60.4%	14.4%	34.2%	3.3%	-62.7%	-54.6%	-56.9%	-52.0%	24.6%	-56.5%	18.0%
공항	81.9	126.0	144.5	185.2	274.0	307.6	493.3	473.1	537.6	1,547.9	2,126.7
(YoY)	11.4%	71.2%	99.0%	121.8%	234.6%	144.1%	241.4%	155.4%	77.3%	187.9%	37.4%
호텔&레저	115.9	155.8	164.1	159.9	143.6	155.3	160.3	156.5	595.7	615.6	656.1
(YoY)	22.4%	45.7%	47.7%	30.5%	23.9%	-0.3%	-2.3%	-2.1%	36.9%	3.3%	6.6%
서울	35.0	49.5	52.3	52.7	46.3	49.5	51.8	54.8	189.5	202.4	214.5
제주	22.0	24.2	25.1	18.9	16.8	18.9	21.6	17.0	90.2	74.3	81.7
스테이	31.1	39.8	46.7	53.2	42.1	43.0	45.3	47.9	170.8	178.3	192.5
레저	21.4	28.4	32.7	33.3	33.8	30.0	34.3	35.0	115.8	133.1	139.8
기타	6.4	13.9	7.3	1.8	4.6	13.9	7.3	1.8	29.4	27.6	27.6
영업이익	15.1	43.2	26.6	-6.7	34.5	49.1	62.8	57.8	78.3	204.2	284.0
(YoY)	-43.0%	-6.8%	27.7%	적전	128.0%	13.7%	135.5%	흑전	-34.1%	160.7%	39.1%
(OPM)	1.4%	3.7%	2.0%	-0.5%	4.6%	5.7%	5.7%	5.3%	1.6%	5.4%	6.0%
TR	12.7	14.8	0.6	-19.6	25.2	31.3	42.2	39.6	8.5	138.3	213.1
(YoY)	-69.5%	-68.6%	-97.0%	적전	98.4%	111.7%	6929.3%	흑전	-93.6%	1527.6%	54.1%
(OPM)	1.3%	1.5%	0.1%	-1.7%	4.1%	4.4%	4.5%	4.3%	0.2%	4.3%	5.2%
호텔&레저	2.4	28.4	26.0	12.9	9.3	17.8	20.6	18.2	69.7	65.9	70.9
(OPM)	2.1%	18.2%	15.8%	8.1%	6.5%	11.5%	12.8%	11.6%	11.7%	10.7%	10.8%
세전이익	-7.8	29.3	14.6	-95.7	64.0	39.3	52.9	48.0	-59.6	204.1	246.7
순이익	-7.7	24.5	14.0	-81.0	53.2	29.8	40.1	36.2	-50.2	159.3	187.0
(지배)순이익	-7.7	24.5	14.0	-81.0	53.2	29.8	40.1	36.2	-50.2	159.3	187.0
(YoY)	적지	103.6%	흑전	적전	흑전	21.3%	186.7%	흑전	적전	흑전	17.4%

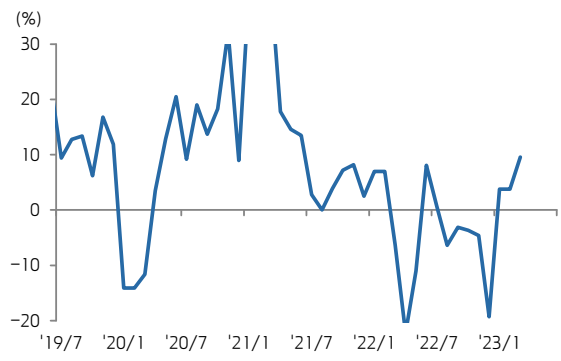
자료: 회사자료, 키움증권 리서치

중국 전체 소매판매액 YoY 추이



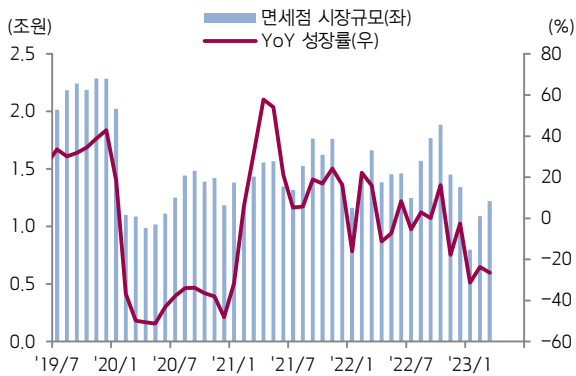
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치
주: 1) 1월과 2월은 1~2월 누계 기준 수치임

중국 화장품 소매판매액 YoY 추이



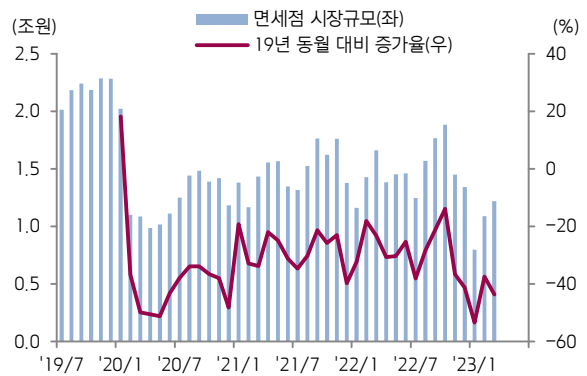
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치
주: 1) 1월과 2월은 1~2월 누계 기준 수치임

한국 면세점 시장규모 및 YoY 성장률 추이



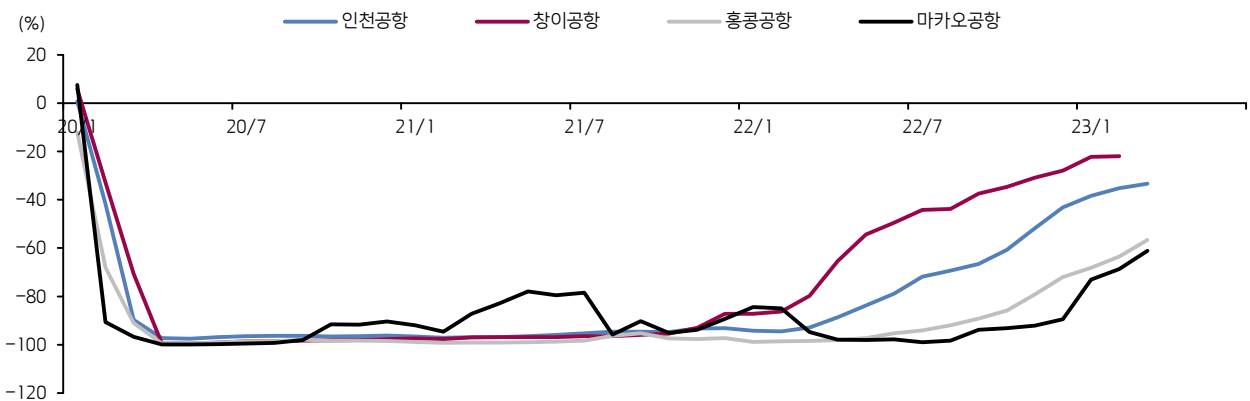
자료: 한국면세점협회, 키움증권 리서치

한국 면세점 시장규모 및 19년 대비 증감률 추이



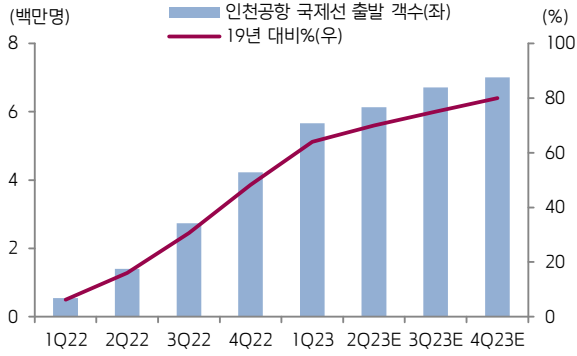
자료: 한국면세점협회, 키움증권 리서치

2019년 대비 아시아 주요 공항의 트래픽 추이



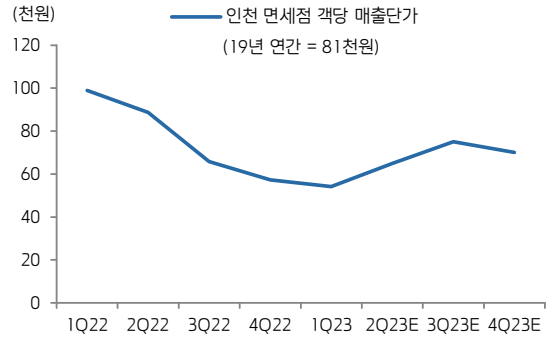
자료: 각 공항자료, 키움증권 리서치센터(인천공항은 국제선 출발+도착 기준임)

인천공항 국제선 출발 객수 추이 및 가정



자료: 인천국제공항공사, 키움증권 리서치

인천 면세점 전체 객당 매출단가 추이 및 가정



자료: 한국면세점협회, 인천국제공항공사, 키움증권 리서치
 주: 1) 객당 매출단가 = 인천 면세점 시장규모 / 인천공항 국제선 출발 객수

2023년 인천공항 면세사업권 낙찰 상세사항(2023. 7. 1 영업개시 예정)

사업권	품목 및 매장 수			낙찰사업자 및 객당 임대료	면적 (총 매장수)	취급품목	
	T1	탑승동	T2				
일반기업	DF1 -2022	동편 CP 1 개 서편 LT 4 개	CP 1 개	동편 CP 6 개 서편 LT 5 개	신라 8,987 원	4,258 m ² (17 개)	향수· 화장품/ 주류·담배
	DF2 2022	동편 LT 4 개 서편 CP 3 개	LT 1 개	동편 LT 4 개 서편 CP 4 개	신세계 9,020 원	4,709 m ² (16 개)	
	DF3 -2022	동편 FA 6 개 (부티크 포함)	-	동편 FA 6 개 (부티크 포함)	신라 2,530 원	4,649 m ² (12 개)	패션· 액세서리·부티크
	DF4 -2022	중앙 FA 6 개 (부티크 포함)	FA 1 개	서편 FA 6 개 (부티크 포함)	신세계 2,506 원	5,198 m ² (13 개)	
	DF5 ~2022	중앙 부티크 2 개	-	중앙 부티크 3 개	현대백화점 1,109 원	2,078 m ² (5 개)	부티크
총계	26 개	3 개	34 개	24,152 원	20,892 m²(63 개)		

자료: 인천국제공항공사, TR&DF, 키움증권 리서치

주: 1) CP : Cosmetics(화장품) & Perfumes(향수) / LT : Liquor(주류) & Tobacco(담배) / FA : Fashion(패션) & Accessories(액세서리)

Compliance Notice

- 당사는 4월 28일 현재 ‘호텔신라’ 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사는 자료 작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

고지사항

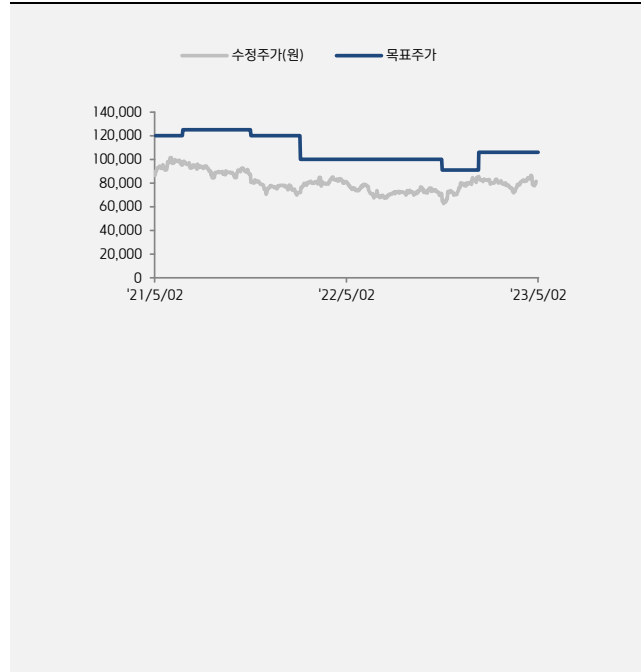
- 본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없고, 통지 없이 의견이 변경될 수 있습니다.
- 본 조사분석자료는 유가증권 투자를 위한 정보제공을 목적으로 당사 고객에게 배포되는 참고자료로서, 유가증권의 종류, 종목, 매매의 구분과 방법 등에 관한 의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않으며 법적 분쟁에서 증거로 사용 될 수 없습니다.
- 본 조사 분석자료를 무단으로 인용, 복제, 전시, 배포, 전송, 편집, 번역, 출판하는 등의 방법으로 저작권을 침해하는 경우에는 관련법에 의하여 민·형사상 책임을 지게 됩니다.

투자의견변동내역(2개년)

종목명	일자	투자의견	목표주가	목표 가격 대상 사범	과리율(%)	
					평균 주가대비	최고 주가대비
호텔신라 (008770)	2021-05-03	BUY(Maintain)	120,000원	6개월	-20.24	-15.42
	2021-06-24	BUY(Maintain)	125,000원	6개월	-23.56	-21.28
	2021-07-15	BUY(Maintain)	125,000원	6개월	-24.14	-21.28
	2021-08-02	BUY(Maintain)	125,000원	6개월	-26.74	-21.28
	2021-09-29	BUY(Maintain)	125,000원	6개월	-27.19	-21.28
	2021-11-01	BUY(Maintain)	120,000원	6개월	-35.89	-31.08
	2022-02-03	BUY(Maintain)	100,000원	6개월	-22.05	-19.40
	2022-02-18	BUY(Maintain)	100,000원	6개월	-20.16	-15.00
	2022-03-28	BUY(Maintain)	100,000원	6개월	-19.16	-14.90
	2022-05-02	BUY(Maintain)	100,000원	6개월	-19.67	-14.90
	2022-05-17	BUY(Maintain)	100,000원	6개월	-21.80	-14.90
	2022-07-05	BUY(Maintain)	100,000원	6개월	-23.10	-14.90
	2022-08-01	BUY(Maintain)	100,000원	6개월	-23.16	-14.90
	2022-10-12	BUY(Maintain)	100,000원	6개월	-27.31	-25.50
	2022-10-31	BUY(Maintain)	91,000원	6개월	-25.91	-19.89
	2022-11-16	BUY(Maintain)	91,000원	6개월	-16.96	-6.59
	2023-01-09	BUY(Maintain)	106,000원	6개월	-21.44	-19.34
	2023-01-16	BUY(Maintain)	106,000원	6개월	-21.84	-19.34
	2023-01-30	BUY(Maintain)	106,000원	6개월	-24.46	-19.34
	2023-04-12	BUY(Maintain)	106,000원	6개월	-24.16	-18.40
2023-05-02	BUY(Maintain)	106,000원	6개월			

*주가는 수정주가를 기준으로 과리율을 산출하였음.

목표주가추이(2개년)



투자의견 및 적용기준

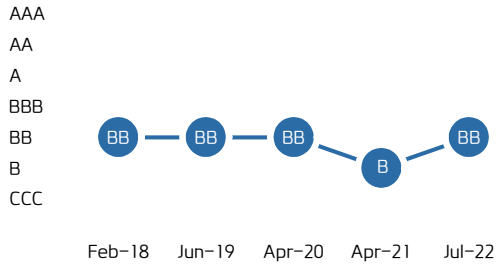
기업	적용기준(6개월)
Buy(매수)	시장대비 +20% 이상 주가 상승 예상
Outperform(시장수익률 상회)	시장대비 +10~+20% 주가 상승 예상
Marketperform(시장수익률)	시장대비 +10~-10% 주가 변동 예상
Underperform(시장수익률 하회)	시장대비 -10~-20% 주가 하락 예상
Sell(매도)	시장대비 -20% 이하 주가 하락 예상

업종	적용기준(6개월)
Overweight (비중확대)	시장대비 +10% 이상 초과수익 예상
Neutral (중립)	시장대비 +10~-10% 변동 예상
Underweight (비중축소)	시장대비 -10% 이상 초과하락 예상

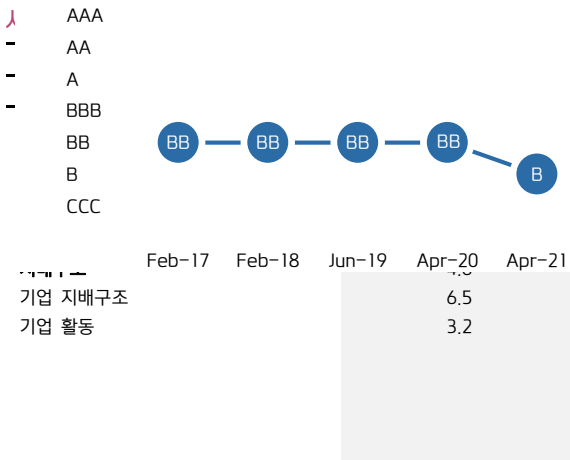
투자등급 비율 통계 (2022/04/01~2023/03/31)

매수	중립	매도
95.43%	4.57%	0.00%

MSCI ESG 종합 등급

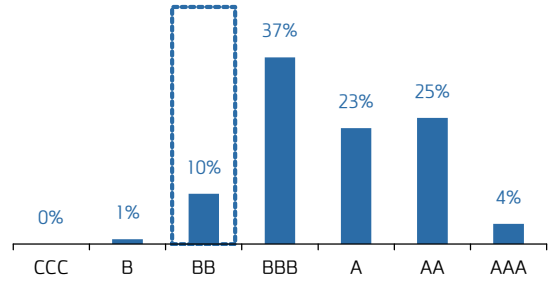


자료: MSCI, 키움증권 리서치



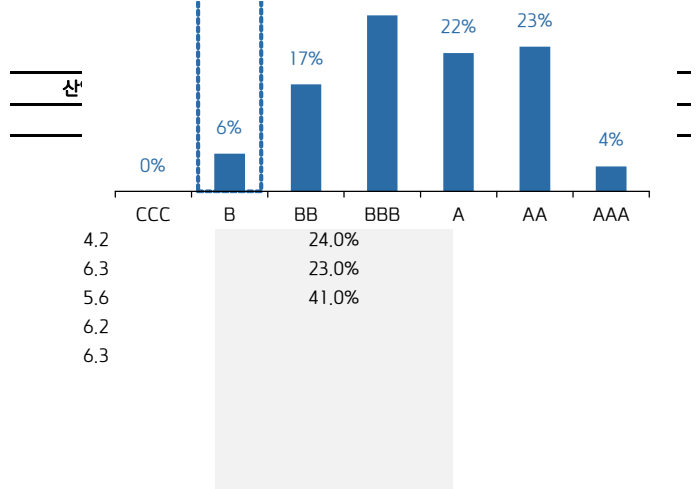
자료: MSCI, 전자공시시스템, 키움증권 리서치

MSCI 동종 업체 등급 분포



자료: MSCI, 키움증권 리서치

주1) MSCI ACWI Index 내 소비재 기업 79개 참조



ESG 최근 이슈

일자	내용
	특이사항 없음

자료: 키움증권 리서치

MSCI 피어그룹 벤치마크

산업 Peer 주요 5개사 (자유 소비재)	제품의 탄소발자국	노무관리	개인정보 보호와 데이터 보안	기업 지배구조	기업 활동	등급	추세
THE HOME DEPOT, INC.	●●●●	●●	●●●●	●●●●	●●●●	AA	◀▶
Prosus N.V.	●●●●	●●●●	●●●●	●●	●●●●	AA	▲
LOWE'S COMPANIES, INC.	●●●●	●	●●	●●●●	●●●●	AA	◀▶
AMAZON.COM, INC.	●●●●	●	●●●●	●●●●	●	BBB	◀▶
ALIBABA GROUP HOLDING LIMITED	●●●●	●●●●	●●●●	●●	●	BBB	▲
HOTEL SHILLA CO.,LTD	●	●●	●●	●●●●	●	BB	▲

4분위 등급 : 최저 4분위 ● 최고 4분위 ●●●●

등급 추세 : 유지 ◀▶ 상향 ▲ 2등급 이상 상향 ▲▲ 하향 ▼ 2등급 이상 하향 ▼▼

자료: MSCI, 키움증권 리서치