

호텔신라 (008770)

소매/유통



이승은

02 3770 5588
seungeun.lee@yuantakorea.com

RA 강순건

02 3770 5598
sungeon.kang@yuantakorea.com

| | |
|------------|---------------------|
| 투자의견 | BUY (M) |
| 목표주가 | 110,000원 (M) |
| 현재주가 (7/7) | 73,500원 |
| 상승여력 | 50% |

| | |
|-------------|------------------------|
| 시가총액 | 29,225억원 |
| 총발행주식수 | 40,000,000주 |
| 60일 평균 거래대금 | 266억원 |
| 60일 평균 거래량 | 336,633주 |
| 52주 고 | 87,300원 |
| 52주 저 | 62,700원 |
| 외인지분율 | 17.36% |
| 주요주주 | 삼성생명보험 외 5 인 17.34% |

| | | | |
|----------|-------|--------|-------|
| 주가수익률(%) | 1개월 | 3개월 | 12개월 |
| 절대 | (5.6) | (10.5) | 6.2 |
| 상대 | (2.3) | (11.8) | (1.9) |
| 절대(달려환산) | (5.7) | (9.7) | 5.8 |

2Q23 Preview: 실적만큼 반영하지 못하는 주가

23년 2분기 실적 시장 기대치 상회할 것으로 전망

23년도 2분기 매출액은 1조 805억원(-7.3% YoY), 영업이익은 635억원 (YoY +46.9%)이 전망되며 시장 기대치(매출액 1조 75억원, 영업이익 507억원)를 상회할 것으로 예상된다. 매출액이 감소한 원인은 1분기와 마찬가지로 면세 유통 부분에서 송객수수료 회계 처리 방식을 매출 차감 방식으로 변경함에 따라 실제 매출 감소분보다 더 많이 감소한 것처럼 보이는 왜곡 현상이 발생한 것으로 추정된다. 영업이익 증가의 주요 원인은 ① 면세유통 부분에서 송객 수수료율이 높은 중국인 대형 다이고(Daigo) 매출 감소, ② 송객 수수료율 부담이 없는 자유관광객(FIT)이 증가하는데 기인한다. 면세유통부문은 전년 동기 대비 10% 매출액 감소 예상됨에도 불구하고, 영업이익률이 1.5%에서 4.2%로 상승하며 전년 동기 대비 영업이익이 +159% 증가할 것으로 추정된다.

호텔&레저 부문의 경우 리오프닝 효과로 전년 동기 대비 10% 외형 성장이 있을 것으로 기대되나 2022년 2분기 호텔 위탁 운영에 따른 일회성 수익 발생(100억원 추정)영향으로 전년 동기 대비 영업이익은 11.3% 하락할 것으로 예상된다.

투자의견 Buy, 목표주가 110,000원 유지

호텔신라에 대해 투자의견 Buy, 목표주가 110,000원을 유지한다. 현 주가는 12M FWD PER 16배에 거래되고 있다. 송객수수료 인하, FIT 고객 증가로 인한 이익 개선 효과는 하반기에도 이어질 것으로 전망된다. 외국인 면세점 이용객 수는 23년도 1월 25만명에서 23년도 5월 51만명까지 2배 이상 증가하였으며 1인당 매출액 또한 2월 426만원 에서 5월 184만원 까지 하락하며 다이고 의존도가 줄어드는 모습을 보이고 있다. 현 송객 수수료율이 유지될 경우 하반기까지도 면세점 이익개선세는 유지될 것으로 전망된다. 실적 개선세가 전망됨에도 불구하고 현 주가는 센터 먼트 악화 영향으로 상승하지 못하는 모습을 보여주고 있다. 면세점 실적이 상반기에 턴어라운드 흐름을 보여준다면 주가 우상향 가능성이 전망된다.

Forecasts and valuations (K-IFRS 연결)

(억원, 원, %, 배)

| 결산 (12월) | 2021A | 2022A | 2023F | 2024F |
|-----------|--------|--------|--------|--------|
| 매출액 | 37,791 | 49,220 | 46,145 | 58,258 |
| 영업이익 | 1,188 | 783 | 2,055 | 2,903 |
| 지배순이익 | 271 | -502 | 1,479 | 2,063 |
| PER | 127.5 | -58.6 | 19.5 | 14.0 |
| PBR | 5.7 | 5.3 | 4.1 | 3.2 |
| EV/EBITDA | 18.6 | 19.3 | 12.8 | 9.6 |
| ROE | 4.5 | -9.0 | 24.3 | 26.6 |

자료: 유안타증권

[표 1] 호텔신라 실적 추이 및 전망

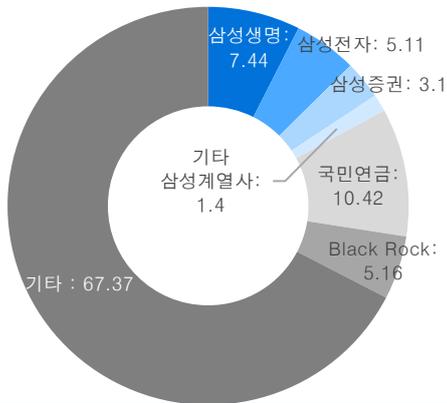
(단위: 억원, %)

| | 1Q.22 | 2Q.22 | 3Q.22 | 4Q.22 | 1Q.23 | 2Q.23E | 3Q.23E | 4Q.23E | 2022 | 2023E |
|-------|--------|--------|--------|--------|-------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 매출액 | 10,944 | 11,659 | 13,618 | 12,999 | 7,521 | 10,805 | 14,660 | 13,159 | 49,220 | 46,145 |
| YoY | 50.5 | 22.3 | 40.6 | 15.1 | -31.3 | -7.3 | 7.6 | 1.2 | 30.2 | -6.2 |
| 면세유통 | 9,785 | 10,101 | 11,977 | 11,400 | 6,085 | 9,091 | 12,815 | 11,400 | 43,263 | 39,351 |
| 시내 | 8,966 | 8,841 | 10,532 | 9,548 | 3,345 | 5,455 | 8,971 | 7,980 | 37,887 | 25,750 |
| 공항 | 819 | 1,260 | 1,445 | 1,852 | 2,740 | 3,636 | 3,845 | 3,420 | 5,376 | 13,641 |
| 호텔&레저 | 1,159 | 1,558 | 1,641 | 1,599 | 1,436 | 1,714 | 1,805 | 1,839 | 5,957 | 6,794 |
| 영업이익 | 151 | 432 | 266 | -67 | 345 | 635 | 708 | 367 | 783 | 2,055 |
| YoY | -43.0 | -6.8 | 27.7 | 적전 | 127.9 | 46.9 | 165.7 | 흑전 | -34.1 | 162.3 |
| 면세유통 | 127 | 148 | 6 | -196 | 252 | 383 | 449 | 181 | 85 | 1,265 |
| 호텔&레저 | 24 | 284 | 260 | 129 | 93 | 252 | 259 | 186 | 697 | 790 |
| 영업이익률 | 1.4 | 3.7 | 2.0 | -0.5 | 4.6 | 5.9 | 5.1 | 2.6 | 1.6 | 4.5 |
| 면세유통 | 1.3 | 1.5 | 0.1 | -1.7 | 4.1 | 4.2 | 3.7 | 1.5 | 0.2 | 3.2 |
| 호텔&레저 | 2.1 | 18.2 | 15.8 | 8.1 | 6.5 | 14.7 | 14.3 | 10.1 | 11.7 | 11.6 |

자료: 호텔신라, 유안타증권 리서치센터

[그림 1] 호텔신라 지분

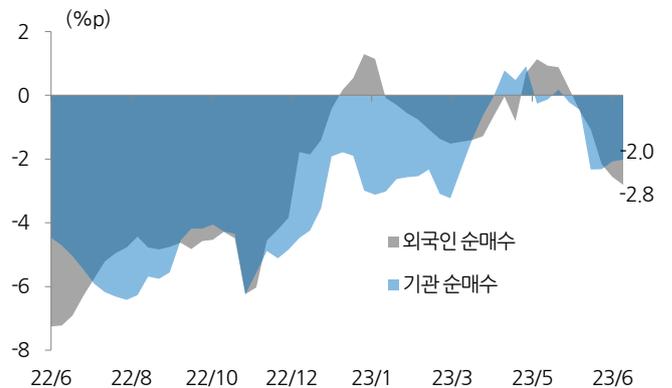
(%)



자료: Dart, 유안타증권 리서치센터

[그림 2] 국내 기관과 외국인 누적순매수 비중

(%p)



자료: Quantwise, 유안타증권 리서치센터

호텔신라 (008770) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

| 손익계산서 | (단위: 억원) | | | | |
|-------------|----------|--------|--------|--------|--------|
| 결산 (12월) | 2021A | 2022A | 2023F | 2024F | 2025F |
| 매출액 | 37,791 | 49,220 | 46,145 | 58,258 | 70,001 |
| 매출원가 | 20,564 | 21,611 | 25,220 | 31,786 | 38,230 |
| 매출충이익 | 17,227 | 27,609 | 20,925 | 26,472 | 31,771 |
| 판매비 | 16,039 | 26,826 | 18,870 | 23,569 | 27,980 |
| 영업이익 | 1,188 | 783 | 2,055 | 2,903 | 3,791 |
| EBITDA | 2,465 | 2,047 | 2,855 | 3,538 | 4,296 |
| 영업외손익 | -709 | -1,380 | -100 | -216 | -427 |
| 외환관련손익 | -57 | -90 | 222 | -12 | -228 |
| 이자손익 | -332 | -295 | -247 | -191 | -127 |
| 관계기업관련손익 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 기타 | -320 | -994 | -75 | -13 | -73 |
| 법인세비용차감전순손익 | 479 | -596 | 1,956 | 2,687 | 3,364 |
| 법인세비용 | 209 | -95 | 476 | 625 | 774 |
| 계속사업순손익 | 271 | -502 | 1,479 | 2,063 | 2,590 |
| 중단사업순손익 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 당기순이익 | 271 | -502 | 1,479 | 2,063 | 2,590 |
| 지배지분순이익 | 271 | -502 | 1,479 | 2,063 | 2,590 |
| 포괄순이익 | 282 | -290 | 1,691 | 2,274 | 2,801 |
| 지배지분포괄이익 | 282 | -291 | 1,692 | 2,275 | 2,803 |

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 | 2,607 | 3,260 | 3,873 |
| 당기순이익 | 271 | -502 | 1,479 | 2,063 | 2,590 |
| 감가상각비 | 1,114 | 1,125 | 712 | 569 | 455 |
| 외환손익 | -34 | -37 | -222 | 12 | 228 |
| 중속, 관계기업관련손익 | 492 | 91 | 0 | 0 | 0 |
| 자산부채의 증감 | -2,069 | 129 | -468 | -468 | -468 |
| 기타현금흐름 | 649 | 1,399 | 1,106 | 1,084 | 1,068 |
| 투자활동 현금흐름 | 1,343 | -807 | -49 | -49 | -49 |
| 투자자산 | 1,386 | -229 | -24 | -24 | -24 |
| 유형자산 증가 (CAPEX) | -221 | -539 | 0 | 0 | 0 |
| 유형자산 감소 | 276 | 1 | 0 | 0 | 0 |
| 기타현금흐름 | -98 | -39 | -25 | -25 | -25 |
| 재무활동 현금흐름 | -1,802 | 1,460 | -984 | -984 | -984 |
| 단기차입금 | -868 | 1,953 | 0 | 0 | 0 |
| 사채 및 장기차입금 | 0 | 490 | 0 | 0 | 0 |
| 자본 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 현금배당 | -76 | -76 | -76 | -76 | -76 |
| 기타현금흐름 | -858 | -908 | -908 | -908 | -908 |
| 연결범위변동 등 기타 | 63 | 55 | 605 | 295 | 79 |
| 현금의 증감 | 27 | 2,912 | 2,179 | 2,522 | 2,919 |
| 기초 현금 | 2,402 | 2,429 | 5,341 | 7,520 | 10,042 |
| 기말 현금 | 2,429 | 5,341 | 7,520 | 10,042 | 12,961 |
| NOPLAT | 1,188 | 783 | 2,055 | 2,903 | 3,791 |
| FCF | 203 | 1,665 | 2,607 | 3,260 | 3,873 |

자료: 유안타증권

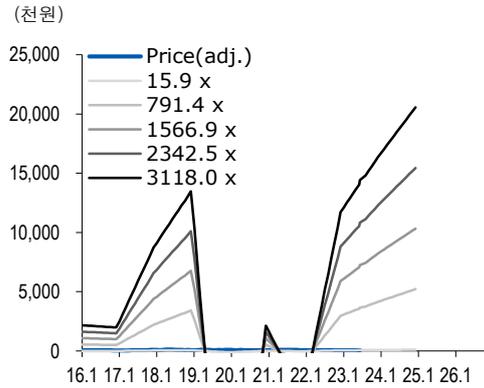
- 1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임
- 2. PER 등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 증가 기준, 전망치는 현재주가 기준임
- 3. ROE, ROA의 경우, 자본, 자산 항목은 연초, 연말 평균을 기준으로 함

| 재무상태표 | (단위: 억원) | | | | |
|----------------|----------|--------|--------|--------|--------|
| 결산 (12월) | 2021A | 2022A | 2023F | 2024F | 2025F |
| 유동자산 | 10,872 | 14,788 | 16,967 | 19,489 | 22,408 |
| 현금및현금성자산 | 2,429 | 5,341 | 7,520 | 10,042 | 12,961 |
| 매출채권 및 기타채권 | 1,783 | 2,495 | 2,495 | 2,495 | 2,495 |
| 재고자산 | 6,258 | 5,555 | 5,555 | 5,555 | 5,555 |
| 비유동자산 | 15,692 | 14,597 | 13,822 | 13,210 | 12,730 |
| 유형자산 | 5,899 | 5,922 | 5,211 | 4,641 | 4,186 |
| 관계기업 등 지분관련 자산 | 438 | 335 | 359 | 383 | 408 |
| 기타투자자산 | 2,305 | 1,522 | 1,522 | 1,522 | 1,522 |
| 자산총계 | 26,564 | 29,385 | 30,789 | 32,700 | 35,138 |
| 유동부채 | 10,118 | 13,060 | 13,060 | 13,060 | 13,060 |
| 매입채무 및 기타채무 | 4,542 | 5,904 | 5,904 | 5,904 | 5,904 |
| 단기차입금 | 44 | 2,000 | 2,000 | 2,000 | 2,000 |
| 유동성장기부채 | 2,999 | 2,599 | 2,599 | 2,599 | 2,599 |
| 비유동부채 | 10,678 | 10,928 | 10,928 | 10,928 | 10,928 |
| 장기차입금 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 사채 | 5,491 | 6,388 | 6,388 | 6,388 | 6,388 |
| 부채총계 | 20,795 | 23,988 | 23,988 | 23,988 | 23,988 |
| 지배지분 | 5,764 | 5,398 | 6,801 | 8,711 | 11,149 |
| 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 | 3,826 | 5,737 | 8,175 |
| 비지배지분 | 5 | 0 | 0 | 0 | 1 |
| 자본총계 | 5,769 | 5,398 | 6,801 | 8,712 | 11,150 |
| 순차입금 | 10,847 | 9,473 | 7,294 | 4,772 | 1,853 |
| 총차입금 | 13,454 | 15,951 | 15,951 | 15,951 | 15,951 |

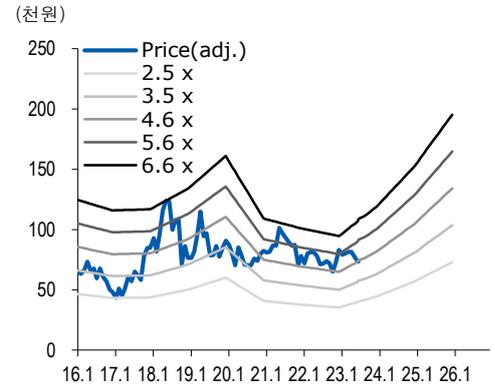
| Valuation 지표 | (단위: 원, 배, %) | | | | |
|--------------|---------------|---------|---------|---------|---------|
| 결산 (12월) | 2021A | 2022A | 2023F | 2024F | 2025F |
| EPS | 685 | -1,283 | 3,760 | 5,246 | 6,590 |
| BPS | 15,228 | 14,259 | 17,966 | 23,013 | 29,454 |
| EBITDAPS | 6,162 | 5,117 | 7,138 | 8,846 | 10,740 |
| SPS | 94,478 | 123,050 | 115,363 | 145,645 | 175,003 |
| DPS | 200 | 200 | 200 | 200 | 200 |
| PER | 127.5 | -58.6 | 19.5 | 14.0 | 11.2 |
| PBR | 5.7 | 5.3 | 4.1 | 3.2 | 2.5 |
| EV/EBITDA | 18.6 | 19.3 | 12.8 | 9.6 | 7.2 |
| PSR | 0.9 | 0.6 | 0.6 | 0.5 | 0.4 |

| 재무비율 | (단위: 배, %) | | | | |
|---------------|------------|-------|-------|-------|-------|
| 결산 (12월) | 2021A | 2022A | 2023F | 2024F | 2025F |
| 매출액 증가율 (%) | 18.5 | 30.2 | -6.2 | 26.2 | 20.2 |
| 영업이익 증가율 (%) | 흑전 | -34.1 | 162.3 | 41.2 | 30.6 |
| 지배순이익 증가율 (%) | 흑전 | 적전 | 흑전 | 39.4 | 25.6 |
| 매출총이익률 (%) | 45.6 | 56.1 | 45.3 | 45.4 | 45.4 |
| 영업이익률 (%) | 3.1 | 1.6 | 4.5 | 5.0 | 5.4 |
| 지배순이익률 (%) | 0.7 | -1.0 | 3.2 | 3.5 | 3.7 |
| EBITDA 마진 (%) | 6.5 | 4.2 | 6.2 | 6.1 | 6.1 |
| ROIC | 7.7 | 7.8 | 21.3 | 33.8 | 48.5 |
| ROA | 1.0 | -1.8 | 4.9 | 6.5 | 7.6 |
| ROE | 4.5 | -9.0 | 24.3 | 26.6 | 26.1 |
| 부채비율 (%) | 360.5 | 444.4 | 352.7 | 275.3 | 215.1 |
| 순차입금/자기자본 (%) | 188.2 | 175.5 | 107.2 | 54.8 | 16.6 |
| 영업이익/금융비용 (배) | 3.0 | 1.8 | 4.8 | 6.8 | 8.9 |

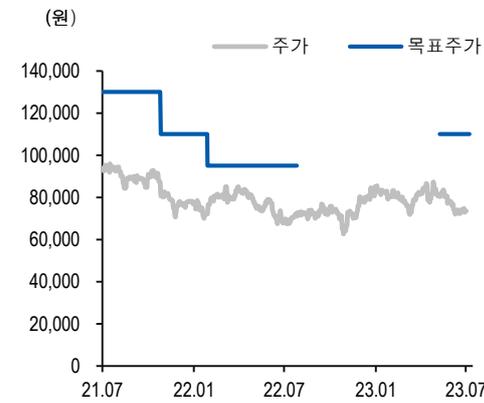
P/E band chart



P/B band chart



호텔신라 (008770) 투자등급 및 목표주가 추이



| 일자 | 투자 의견 | 목표가 (원) | 목표가격 대상시점 | 과리율 | |
|------------|-------------------|---------|-----------|---------|--------------|
| | | | | 평균주가 대비 | 최고(최저) 주가 대비 |
| 2023-07-10 | BUY | 110,000 | 1년 | | |
| 2023-05-15 | BUY | 110,000 | 1년 | | |
| 2023-02-03 | 담당자변경 1년 경과 이후 | | 1년 | -15.55 | -8.11 |
| 2022-02-03 | BUY | 95,000 | 1년 | -19.14 | -8.11 |
| 2021-11-01 | BUY | 110,000 | 1년 | -31.10 | -22.64 |
| 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) | 0.0 |
| Buy(매수) | 91.5 |
| Hold(중립) | 8.5 |
| Sell(비중 축소) | 0.0 |
| 합계 | 100.0 |

주: 기준일 2023-07-07

※해의 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 투자의사결정은 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.