



BUY(Maintain)

목표주가: 106,000원
주가(7/28): 72,300원
시가총액: 28,376억원



음식료/유통 Analyst 박상준
sjpark@kiwoom.com

RA 신대현
shin8d@kiwoom.com

Stock Data

KOSPI (7/28)		2,608.32pt	
52 주 주가동향	최고가	최저가	
최고/최저가 대비	87,300원	62,700원	
등락률	-17.2%	15.3%	
수익률	절대	상대	
	1M	-2.7%	-4.3%
	6M	-12.8%	-16.9%
	1Y	2.1%	-4.7%

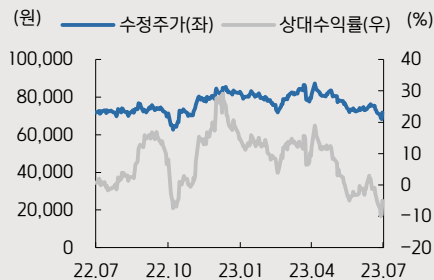
Company Data

발행주식수	39,248천주
일평균 거래량(3M)	333천주
외국인 지분율	17.1%
배당수익률(23E)	0.3%
BPS(23E)	18,600원
주요 주주	삼성생명보험 외 5인 17.3%

투자지표

(십억원, IFRS 연결)	2021	2022	2023F	2024F
매출액	3,779.1	4,922.0	3,620.3	4,395.1
영업이익	118.8	78.3	228.1	290.1
EBITDA	161.4	121.4	273.0	338.3
세전이익	47.9	-59.6	263.7	260.2
순이익	27.1	-50.2	211.9	197.3
지배주주지분순이익	27.1	-50.2	211.9	197.3
EPS(원)	677	-1,254	5,296	4,931
증감률(%, YoY)	흑전	적전	흑전	-6.9
PER(배)	115.3	-66.3	13.7	14.7
PBR(배)	5.41	6.16	3.89	3.10
EV/EBITDA(배)	23.0	31.5	11.9	9.4
영업이익률(%)	3.1	1.6	6.3	6.6
ROE(%)	4.5	-9.0	33.0	23.5
순차입금비율(%)	102.9	96.0	54.6	35.5

Price Trend



호텔신라 (008770)

해외 여행 수요 회복에 따른 수혜 지속 전망



호텔신라의 2분기 영업이익은 672억원으로 시장 컨센서스를 상회하였다. 일회성 이익을 제외하더라도 시장 기대치를 소폭 상회한 것으로 추산된다. 중국 다이고 수요는 보수적인 접근이 불가피하나, 해외 여행 정상화에 따른 FIT 매출 증가와 인천공항 영업면적 확대에 의해, 전사 실적 개선 모멘텀은 지속될 것으로 전망된다.

>>> 2분기 영업이익 672억원으로 시장 컨센서스 상회

호텔신라의 2Q23 연결기준 영업이익 672억원(+56% YoY)으로 시장 컨센서스를 상회하였다. 상여 총당금 조정에 따른 인건비 감소 및 해외공항 면세점 원가율 보상 관련 일회성 이익과 스테이케이션 수요 호조 등에 기인한 것으로 추산된다. 일회성 이익을 제외한 영업이익은 500억 중후반 수준으로 추산된다.

TR 부문(면세점)의 매출은 QoQ +15% 증가하였다. 중국 다이고 수요 부진에도 불구하고, 해외 여행 수요 회복에 힘입어 FIT 매출이 크게 증가하였기 때문이다. 영업이익은 상여 총당금 조정에 따른 인건비 감소 및 해외공항 면세점 원가율 보상 관련 일회성 이익과 FIT 매출 증가에 힘입어, QoQ +180억원 증가하였다. 호텔/레저 부문의 매출은 YoY +2% 증가하였다. 제주점 투숙률 하락에도 불구하고, 여행 수요 및 식음/연회 행사 수요 회복이 강하게 나타났기 때문이다. 다만, 영업이익 전년동기 위탁 호텔 관련 일회성 브랜드 수수료 수익(120억)에 따른 기저효과로 인해, 전년동기 대비 감소하였다.

>>> 해외 여행 수요 회복에 따른 수혜 지속 전망

3Q23 연결기준 매출액은 9,888억원(+14% QoQ/-27% YoY), 영업이익은 680억원(+1% QoQ/+155% YoY)으로 전망한다. FIT 매출 회복과 여행 수요의 계절적 성수기 진입으로 인해, 매출액과 영업이익 모두 전분기 대비 증가할 것으로 전망된다(일회성 이익 제외 기준).

7월부터 오픈하는 인천공항 면세점 수익성도 우려 대비 양호할 것으로 전망된다. 당사는 전체 영업면적의 약 50% 수준을 연말까지 오픈할 예정이다. 19년 대비 트래픽 회복률이 80% 수준이고, 객당 임차료를 영업면적에 비례하여 납부한다고 가정하면, 연말 기준 월 임차료는 130~150억원 수준으로 추산된다. 따라서, 연말기준 POS 매출액 대비 임차료 비율이 20% 중후반 수준으로 추산되기 때문에, 중기적으로 흑자 영업 구조가 가능할 것으로 전망된다.

중국 다이고 수요는
보수적 접근 필요

다만, 중국 다이고 수요 회복 속도는 보수적으로 접근할 필요가 있다. 중국 소비경기 회복 속도가 기대 대비 약하고, 공항면세점 매출 회복으로 다이고 구매 수요와 카니발리제이션 효과가 발생할 수 있기 때문이다. 따라서, 공항면세점과 달리 시내면세점의 매출 전망치는 하향 조정하였다.

투자의견 BUY,
목표주가
106,000원 유지

호텔신라에 대해 투자의견 BUY, 목표주가 106,000원을 유지한다. 동사는 리오프닝 이후 해외 여행 중심의 수요 강세가 나타나면서, 공항면세점을 중심으로 매출과 이익 개선 흐름이 지속될 것으로 전망된다.

호텔신라 2Q23 실적 리뷰 (단위: 십억원)

구분	2Q23P	2Q22	(YoY)	1Q23	(QoQ)	컨센서스	(차이)	키움증권	(차이)
매출액	866.9	1,165.9	-25.6%	752.1	15.3%	946.2	-8.4%	833.1	4.1%
영업이익 (OPM)	67.2	43.2	55.6%	34.5	94.7%	52.2	28.8%	50.9	32.1%
지주순이익	7.8%	3.7%	4.0%p	4.6%	3.2%p	5.5%	2.2%p	6.1%	1.6%p
	43.2	24.5	76.2%	53.2	-18.8%	28.1	53.8%	30.8	40.3%

자료: 호텔신라, Fn Guide, 키움증권 리서치

호텔신라 2Q23 실적 리뷰 상세

부문	주요 내용
면세점 매출	- 시내점 -63% YoY/-3% QoQ, 공항점 +204% YoY/+40% QoQ - 중국 다이고 수요 부진에도 불구하고, 해외 여행 수요 회복에 따른 FIT 매출 증가로 인해, TR 전체 순매출은 QoQ +15% 증가 - 전분기 대비 공항점 매출 증가 규모는 4월에 영업면적이 정상화 된 홍콩점이 가장 큰 수준이었음
면세점 수익성	- 상여 총당금 조정에 따른 인건비 감소(50억원) 및 해외공항 면세점 원가를 보상 관련 일회성 이익과 FIT 매출 증가에 힘입어, 영업이익은 QoQ +180억원 증가 - 해외공항 면세점 영업이익은 QoQ +150억원 증가
호텔/레저	- 제주점 투숙률 하락에도 불구하고, 여행 수요 및 식음/연회 행사 수요 회복에 힘입어, 매출은 YoY +2% 증가 - 스테이케이션 수요 호조 효과 불구, 전년동기 위탁 호텔 관련 일회성 브랜드 수수료 수익(120억)에 따른 기저효과와 제주점 투숙률 부진으로, 영업이익은 YoY 감소

자료: 호텔신라, 키움증권 리서치

호텔신라 실적 추정치 변경 내역 (단위: 십억원)

구분	변경 전			변경 후			차이		
	3Q23E	2023E	2024E	3Q23E	2023E	2024E	3Q23E	2023E	2024E
매출액	975.0	3,558.2	4,429.2	988.8	3,620.3	4,395.1	1.4%	1.7%	-0.8%
영업이익 (OPM)	61.6	203.6	289.6	68.0	228.1	290.1	10.4%	12.0%	0.2%
지배주순이익	6.3%	5.7%	6.5%	6.9%	6.3%	6.6%	0.6%p	0.6%p	0.1%p
	38.9	161.8	194.2	46.1	211.9	197.3	18.4%	30.9%	1.6%

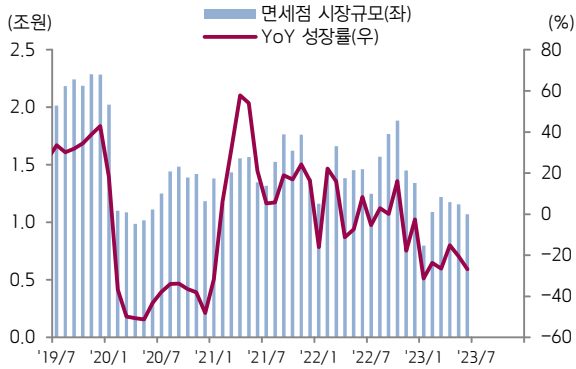
자료: 키움증권 리서치

호텔신라 연결기준 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23P	3Q23E	4Q23E	2022	2023E	2024E
영업수익	1,094.4	1,165.9	1,361.8	1,299.9	752.1	866.9	988.8	1,012.5	4,922.0	3,620.3	4,395.1
(YoY)	50.5%	22.3%	40.6%	15.1%	-31.3%	-25.6%	-27.4%	-22.1%	30.2%	-26.4%	21.4%
TR	978.5	1,010.1	1,197.7	1,140.0	608.5	706.1	814.6	845.9	4,326.3	2,975.2	3,709.6
(YoY)	54.7%	19.3%	39.7%	13.2%	-37.8%	-30.1%	-32.0%	-25.8%	29.4%	-31.2%	24.7%
시내	896.6	884.1	1,053.2	954.8	334.5	325.3	312.3	315.4	3,788.7	1,287.5	1,315.5
(YoY)	60.4%	14.4%	34.2%	3.3%	-62.7%	-63.2%	-70.3%	-67.0%	24.6%	-66.0%	2.2%
공항	81.9	126.0	144.5	185.2	274.0	382.8	502.4	530.5	537.6	1,689.7	2,394.0
(YoY)	11.4%	71.2%	99.0%	121.8%	234.6%	203.8%	247.7%	186.5%	77.3%	214.3%	41.7%
호텔&레저	115.9	155.8	164.1	159.9	143.6	158.8	174.2	166.5	595.7	643.1	685.5
(YoY)	22.4%	45.7%	47.7%	30.5%	23.9%	1.9%	6.1%	4.1%	36.9%	8.0%	6.6%
서울	35.0	49.5	52.3	52.7	46.3	57.0	59.1	59.0	189.5	221.4	233.8
제주	22.0	24.2	25.1	18.9	16.8	19.7	21.6	17.0	90.2	75.1	82.6
스테이	31.1	39.8	46.7	53.2	42.1	50.9	51.8	53.7	170.8	198.6	214.5
레저	21.4	28.4	32.7	33.3	33.8	30.4	34.3	35.0	115.8	133.5	140.2
기타	6.4	13.9	7.3	1.8	4.6	0.8	7.3	1.8	29.4	14.5	14.5
영업이익	15.1	43.2	26.6	-6.7	34.5	67.2	68.0	58.3	78.3	228.1	290.1
(YoY)	-43.0%	-6.8%	27.7%	적전	128.0%	55.6%	155.3%	흑전	-34.1%	191.1%	27.2%
(OPM)	1.4%	3.7%	2.0%	-0.5%	4.6%	7.8%	6.9%	5.8%	1.6%	6.3%	6.6%
TR	12.7	14.8	0.6	-19.6	25.2	43.2	40.8	38.0	8.5	147.2	203.9
(YoY)	-69.5%	-68.6%	-97.0%	적전	98.4%	191.9%	6696.6%	흑전	-93.6%	1631.7%	38.5%
(OPM)	1.3%	1.5%	0.1%	-1.7%	4.1%	6.1%	5.0%	4.5%	0.2%	4.9%	5.5%
호텔&레저	2.4	28.4	26.0	12.9	9.3	24.0	27.3	20.3	69.7	80.9	86.2
(OPM)	2.1%	18.2%	15.8%	8.1%	6.5%	15.1%	15.7%	12.2%	11.7%	12.6%	12.6%
세전이익	-7.8	29.3	14.6	-95.7	64.0	85.9	60.8	53.1	-59.6	263.7	260.2
순이익	-7.7	24.5	14.0	-81.0	53.2	72.4	46.1	40.2	-50.2	211.9	197.3
(지배)순이익	-7.7	24.5	14.0	-81.0	53.2	72.4	46.1	40.2	-50.2	211.9	197.3
(YoY)	적지	103.6%	흑전	적전	흑전	195.0%	229.5%	흑전	적전	흑전	-6.9%

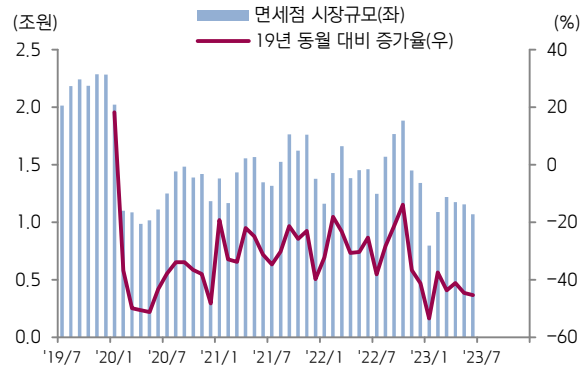
자료: 회사자료, 키움증권 리서치

한국 면세점 시장규모 및 YoY 성장률 추이



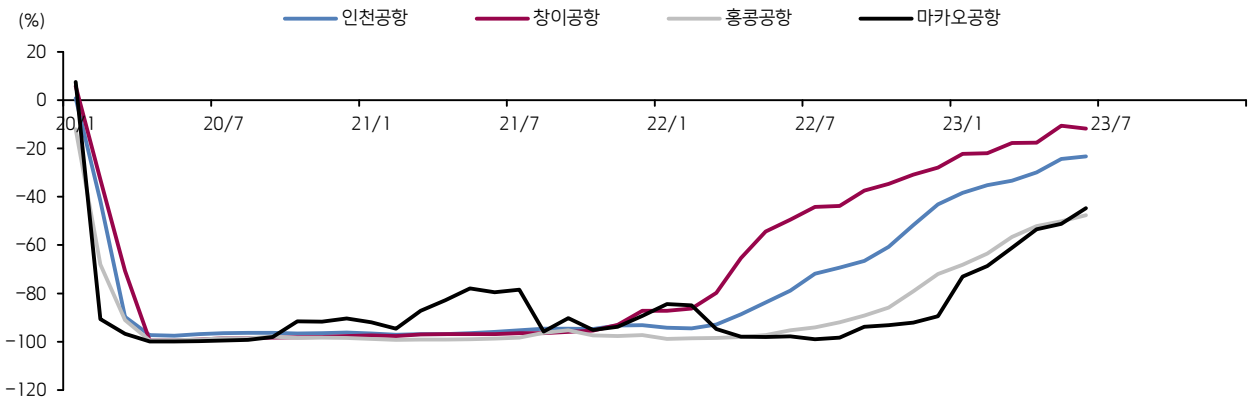
자료: 한국면세점협회, 키움증권 리서치

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)

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

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 7월 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

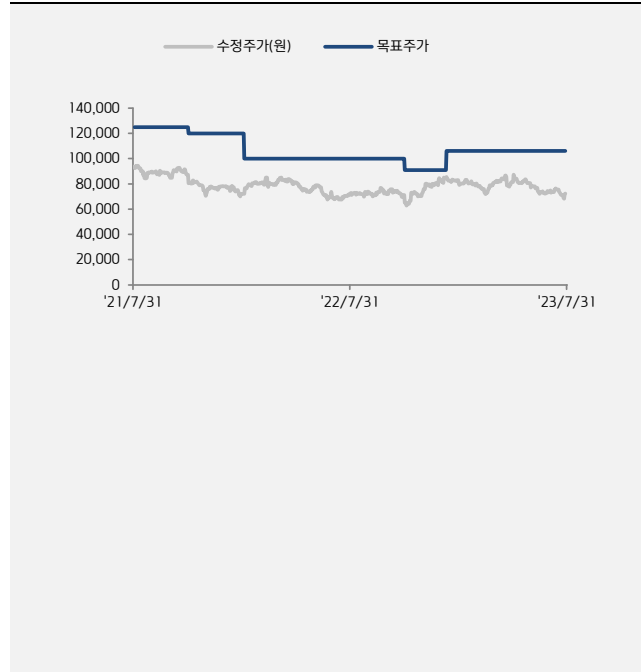
- 본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없고, 통지 없이 의견이 변경될 수 있습니다.
- 본 조사분석자료는 유가증권 투자를 위한 정보제공을 목적으로 당사 고객에게 배포되는 참고자료로서, 유가증권의 종류, 종목, 매매의 구분과 방법 등에 관한 의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않으며 법적 분쟁에서 증거로 사용 될 수 없습니다.
- 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 사례	과리율(%)	
					평균 주가대비	최고 주가대비
호텔신라 (008770)	2021-08-02	BUY(Maintain)	125,000원	6개월	-28.50	-24.48
	2021-09-29	BUY(Maintain)	125,000원	6개월	-28.50	-24.48
	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	-24.13	-18.40
	2023-05-02	BUY(Maintain)	106,000원	6개월	-23.90	-17.64
	2023-05-17	BUY(Maintain)	106,000원	6개월	-25.05	-17.64
	2023-07-10	BUY(Maintain)	106,000원	6개월	-31.07	-28.02
2023-07-31	BUY(Maintain)	106,000원	6개월			

*주가는 수정주가를 기준으로 과리율을 산출하였음.

목표주가추이(2개년)



투자의견 및 적용기준

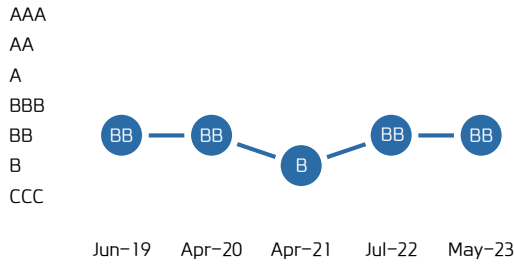
기업	적용기준(6개월)
Buy(매수)	시장대비 +20% 이상 증가 상승 예상
Outperform(시장수익률 상회)	시장대비 +10~+20% 증가 상승 예상
Marketperform(시장수익률)	시장대비 +10~-10% 증가 변동 예상
Underperform(시장수익률 하회)	시장대비 -10~-20% 증가 하락 예상
Sell(매도)	시장대비 -20% 이하 증가 하락 예상

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 (2022/07/01~2023/06/30)

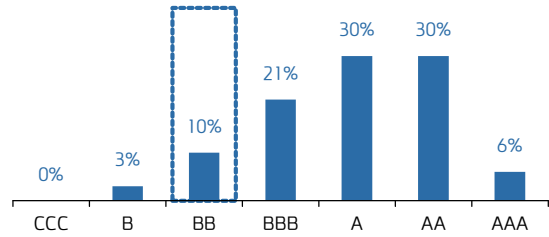
매수	중립	매도
95.21%	4.79%	0.00%

MSCI ESG 종합 등급



자료: MSCI, 키움증권 리서치

MSCI 동종 업체 등급 분포



자료: MSCI, 키움증권 리서치
주1) MSCI ACWI Index 내 자유소비재 기업 70개 참조

세부 항목별 점수 및 산업 평균

항목	점수	산업평균	비중	변동
ESG 주요 이슈 가중평균	4.0	5.3		
환경	2.0	4.7	12.0%	
제품의 탄소발자국	2.0	4.4	12.0%	
사회	4.0	5.3	47.0%	▼0.4
노무관리	3.1	4.6	24.0%	
개인정보 보호와 데이터 보안	4.9	6.5	23.0%	▼0.8
지배구조	4.6	5.7	41.0%	
기업 지배구조	6.5	6.3		
기업 활동	3.2	6.4		

자료: MSCI, 전자공시시스템, 키움증권 리서치

ESG 최근 이슈

일자	내용
23년 3월	한국: 회사는 직원의 실수로 개인정보가 누출된 후 호텔 멤버들에게 보상으로 30,000포인트 리워드를 지급

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
Pop Mart International Group Ltd	●	● ● ●	●	● ● ● ●	● ●	A	◀▶
SHANGHAI YUYUAN TOURIST MART (GROUP) CO., LTD.	● ●	● ● ● ●	● ●	●	● ● ●	BBB	▲
호텔신라	●	●	●	● ● ●	●	BB	◀▶
K Car Co., Ltd.	●	● ●	● ● ●	● ●	●	BB	
신세계 인터내셔널	● ● ●	● ● ● ●	●	●	●	BB	◀▶
CHINA MEIDONG AUTO HOLDINGS LIMITED	●	● ● ●	●	● ●	●	BB	▲

4분위 등급 : 최저 4분위 ● 최고 4분위 ● ● ● ●
 등급 추세 : 유지 ◀▶ 상향 ▲ 2등급 이상 상향 ▲▲ 하향 ▼ 2등급 이상 하향 ▼▼
 자료: MSCI, 키움증권 리서치