

호텔신라(008770)

4Q23 Preview: 업사이드 리스크에 대비

영업이익이 시장 기대치를 74.6% 하회할 전망

호텔신라의 2023년 4분기 연결기준 매출액은 1조 414억원(-19.9% YoY), 영업이익은 42억원(흑자전환 YoY, OPM 0.4%)을 기록하여 매출과 영업이익이 시장 기대치를 각각 7.5%, 74.6% 하회할 전망이다. 2023년 3분기에 이어 4분기에도 호텔신라 면세 부문(TR)의 체화재고(이월/악성 혹은 상품가치가 하락한 재고) 정리가 있었다. 이에 따라 면세 부문은 4분기에도 3분기와 유사한 수준의 영업적자를 기록한다고 예상된다. 최근 내국인의 해외여행이 증가하며 11월 제주도에도 입도하는 내국인 관광객 수가 소폭 감소했다(그림 1). 제주호텔 OCC는 전분기대비 개선되지는 못하지만, 서울호텔과 신라스테이는 소폭의 OCC 개선을 이어가며 호텔 부문은 4분기에도 양호한 영업이익(OP 180억원, +39.2% YoY)을 기록한다고 예상된다.

필요했던 공간 정리

중국 정부는 사드 보복 후 6년 만인 2023년 8월 중국인의 한국행 그룹투어를 허용했고, 호텔신라는 이에 대응하기 위하여 일부 재고를 정리했다. 코로나19가 발생하면서 지난 3년 간 한국 면세의 주요 고객은 대형 타이공이었다. 이에 따라 호텔신라가 보유하고 있던 재고 또한 그룹투어 고객이 선호하는 제품이 아닌 타이공이 주로 구매하는 제품들이었다고 추정한다. 2023년 3분기에 이어 4분기에도 발생한 체화재고 정리는 아쉽지만, 필요한 과정이었다.

주가 하방은 탄탄, 업사이드 리스크는 존재

호텔신라에 대하여 투자 의견 매수를 유지하지만, 목표주가는 기존 100,000원에서 10% 하향한 90,000원으로 제시한다(표 1). 중국인 그룹투어와 면세점 업황 회복이 예상보다 더디게 이루어지고 있기 때문에, 이를 반영하여 2024년 순이익을 10.1% 하향 조정했다. 작년 하반기 대비 최근 씨트립에서 판매하는 한국행 단체 관광 상품과 한중 간 비행편은 지속적으로 늘어나고 있다. 한국행 그룹투어의 회복 시점을 예측하기는 어렵지만, 나들이 수요가 높아지는 2분기 전후로는 중국인의 한국행 그룹투어 또한 유의미하게 증가한다고 예상된다. 호텔신라는 주가 하방이 탄탄한 반면 변함없이 업사이드 리스크가 존재하기 때문에, 현재 주가 수준에서는 부담없이 접근하자. 최근 달러 대비 위안화 강세는 호텔신라에 긍정적이다.

매수(유지)

목표주가: 90,000원(하향)

KIS ESG Indicator

종합	E	S	G
NA	NA	NA	NA

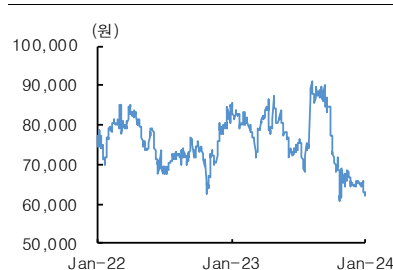
Stock Data

KOSPI(1/9)	2,561
주가(1/9)	62,900
시가총액(십억원)	2,469
발행주식수(백만)	39
52주 최고/최저(원)	91,000/60,800
일평균거래대금(6개월, 백만원)	37,751
유동주식비율(외국인지분율(%))	77.2/18.3
주요주주(%)	삼성생명보험 외 5인 17.3
	국민연금공단 9.8

주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	(2.2)	(14.4)	(26.4)
KOSPI 대비(%p)	(3.9)	(15.8)	(35.4)

주가추이



자료: FnGuide

김명주

myoungjoo.kim@koreainvestment.com

전예원

yw.jeon@koreainvestment.com

	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA (십억원)	PER (x)	EV/EBITDA (x)	PBR (x)	ROE (%)	DY (%)
2021A	3,779	119	27	714	NM	246	109.2	17.3	4.6	4.5	0.3
2022A	4,922	78	(50)	(1,325)	NM	205	NM	20.7	5.2	(9.0)	0.2
2023F	3,672	114	120	3,181	NM	231	20.6	15.1	3.4	19.8	0.3
2024F	5,007	259	175	4,637	45.8	375	13.4	7.9	2.6	22.8	0.3
2025F	5,885	318	224	5,928	27.8	432	10.5	6.1	2.1	22.8	0.3

주: 순이익, EPS 등은 지배주주지분 기준

〈표 1〉 목표주가 산정

(단위: 십억원, 배, %)

		비교
2024F 순이익	175	적용 배수는 코로나19가 발생하기 전인 2019년 배수를 적용(지난 TP 산정과 동일). 2019년에는 면세 시장 내 그룹투어가 존재하지 않았지만, 2024년 면세 산업이 코로나19 이전으로 정상화되는 해라는 점과 당시에 중국인 그룹투어와 함께 다이공 수요도 일부 존재하기 때문에 2019년 배수를 변함없이 적용
PER	20.3	
적정시가총액	3,553	
주수(천주)	39,248	
목표주가(원)	90,000	
현재주가(원)	62,900	
상승여력	43.1	

주: 2024년 1월 9일 종가 기준
자료: 한국투자증권

〈표 2〉 호텔신라 23년 4분기 실적 추정

(단위: 십억원, %, %p)

	4Q22	3Q23	4Q23F		성장률	
			당사 추정치	컨센서스	YoY	QoQ
매출액	1,300	1,012	1,041	1,093	(19.9)	2.9
영업이익	(7)	8	4	30	흑자전환	(45.6)
영업이익률(%)	(0.5)	0.8	0.4	2.8	0.9	(0.4)
순이익	(81)	(3)	(2)	12	적자지속	적자지속

자료: Dataguide, 한국투자증권

〈표 3〉 호텔신라 연간 실적 추정 변경

(단위: 십억원, %, %p)

	변경 전		변경 후		변동률	
	2023F	2024F	2023F	2024F	2023F	2024F
매출액	3,751	5,176	3,672	5,007	(2.1)	(3.3)
영업이익	162	296	114	259	(29.7)	(12.7)
영업이익률(%)	4.3	5.7	3.1	5.2	(1.2)	(0.6)
순이익	154	195	120	175	(22.0)	(10.1)

자료: 한국투자증권

〈표 4〉 사업부별 영업이익 추정 변경

(단위: 억원, %)

	변경 전		변경 후		변동률		변경 사유
	2023F	2024F	2023F	2024F	2023F	2024F	
면세	88	221	38	182	(56.3)	(17.7)	- 예상보다 중국인의 한국행 그룹투어 회복이 더디게 이루어지고 있음. 이를 반영하여 시내 면세점 매출 추정을 하향 조정 (24F 기준: +20.4% YoY → 변경: +16.5% YoY)
호텔	74	75	75	77	1.8	2.2	

자료: 한국투자증권

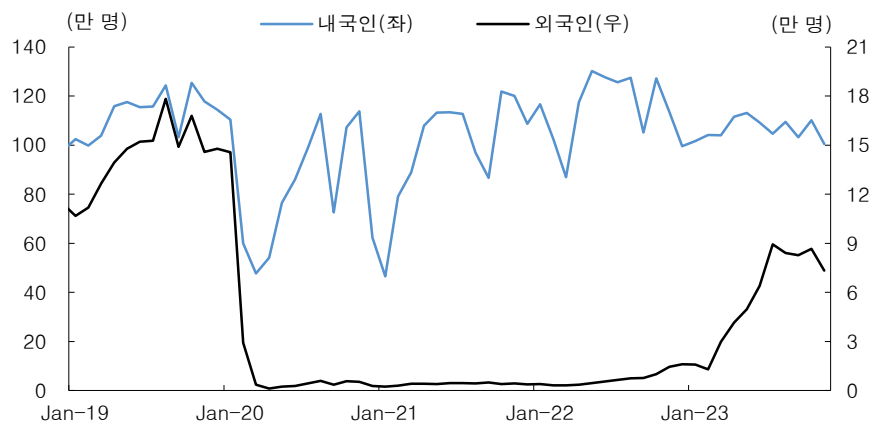
<표 5> 호텔신라 연결 실적 추정

(단위: 십억원, %)

	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23F	1Q24F	2Q24F	3Q24F	4Q24F	2021	2022	2023F	2024F	2025F
매출액	1,094	1,166	1,362	1,300	752	867	1,012	1,041	1,153	1,229	1,303	1,322	3,779	4,922	3,672	5,007	5,885
면세	979	1,010	1,198	1,140	609	708	845	865	988	1,043	1,102	1,133	3,344	4,326	3,027	4,266	5,087
시내	897	884	1,053	955	335	325	343	371	401	422	440	460	3,041	3,789	1,373	1,724	2,146
공항	82	126	145	185	274	383	503	495	587	620	662	673	303	538	1,654	2,541	2,941
호텔/레저	116	156	164	160	144	159	167	176	165	186	201	189	435	596	645	741	799
매출원가	516	502	573	570	433	510	645	627	658	690	725	726	2,056	2,161	2,214	2,799	3,274
원가율(%)	47	43	42	44	58	59	64	60	57	56	56	55	54	44	60	56	56
판매비	563	621	762	737	284	290	359	411	444	472	504	530	1,604	2,683	1,344	1,949	2,294
영업이익	15	43	27	(7)	35	67	8	4	51	68	74	66	119	78	114	259	318
면세	13	15	1	(20)	25	43	(16)	(14)	37	49	50	46	132	9	38	182	243
호텔/레저	2	28	26	13	9	24	24	18	14	19	25	19	(13)	70	75	77	75
세전이익	(8)	29	15	(96)	64	86	(4)	(3)	45	65	67	57	48	(60)	143	234	299
순이익	(8)	25	14	(81)	53	72	(3)	(2)	34	49	50	43	27	(50)	120	175	224
YoY (%)																	
매출액	50.5	22.3	40.6	15.1	(31.3)	(25.6)	(25.7)	(19.9)	53.3	41.8	28.8	26.9	18.5	30.2	(25.4)	36.3	17.6
영업이익	(43.0)	(6.8)	27.7	NM	128.0	55.6	(70.9)	NM	46.5	1.2	860.4	1,459.2	NM	(34.1)	45.1	127.4	23.1
순이익	NM	103.6	NM	NM	NM	195.0	NM	NM	(36.0)	(32.8)	NM	NM	NM	NM	NM	45.7	27.8

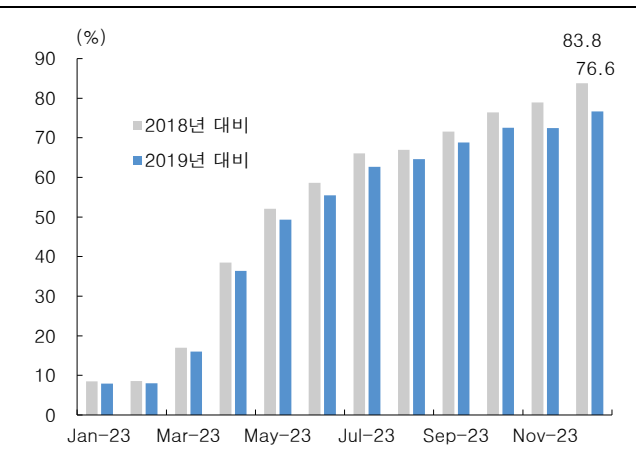
주1: 2022년 4분기에 19년 10월에 인수한 Sixty(지분 44% 보유) 관련한 잔여 비용을 지급. 약 800억원 수준
 주2: 2023년 1분기 동화면세점 지분 소송 관련 법원의 강제 조정이 이루어짐. 이에 따라 일회성 이익 약 340억원이 발생했으며 최종 거래에 따라서 금액은 변동 가능함
 주3: 호텔신라는 2023년 1분기부터 타이공에 지불하는 수수료를 여행사를 통해 지불하는 방식(송객수수료, 판매비)에서 판매가에서 할인하는 방식(매출 차감)으로 변경함. 2023년 매출액이 전년 대비 감소하는 이유
 주4: 순이익은 지배주주순이익 기준
 자료: 호텔신라, 한국투자증권

[그림 1] 제주도에 입도하는 내국인과 외국인 수 추이. 11월에는 내국인 뿐 아니라 외국인 수도 10월 대비 감소



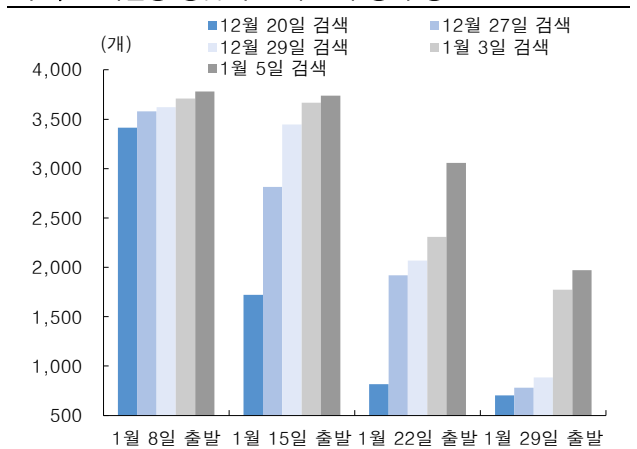
자료: 제주특별자치도관광협회, 한국투자증권

[그림 2] 한중 간 비행기 운항편수 회복률 추이



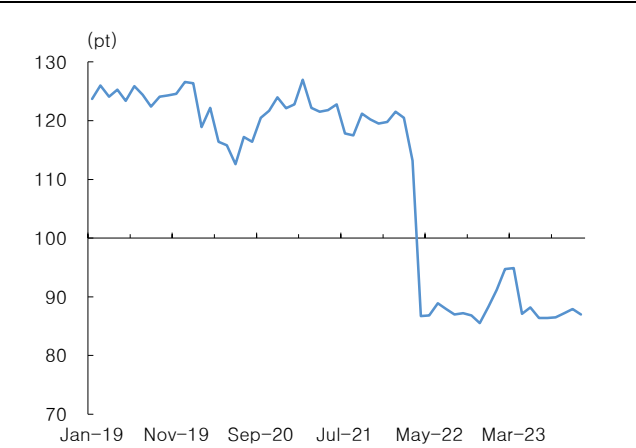
주: 도착, 출발은 인천공항 기준이며 정기/부정기 운항편을 합산한 값임
 자료: 인천국제공항공사, 한국투자증권

[그림 3] 씨트립에서 판매하는 한국행(상하이+북경 출발일 기준) 단체관광 상품 수는 꾸준히 증가 중



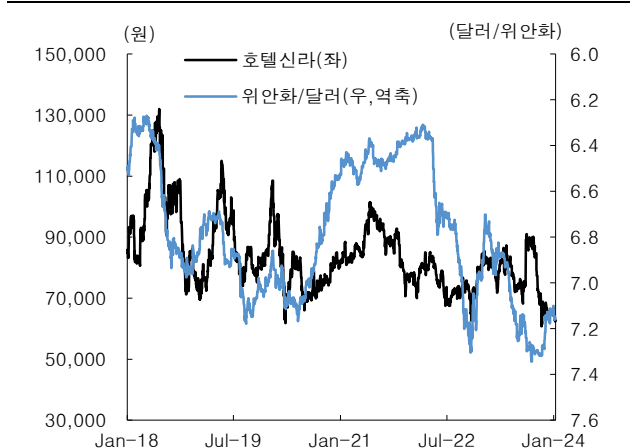
자료: Ctrip, 한국투자증권

[그림 4] 중국 소비자신뢰지수 회복이 매우 더딘 점은 아쉬움



자료: Bloomberg, 한국투자증권

[그림 5] 호텔신라 주가와 위안화 가치 추이



자료: Bloomberg, 한국투자증권

기업개요

호텔신라는 면세유통과 호텔 사업을 영위하는 서비스 유통기업. 2022년 4분기 말 기준 면세점은 국내 3개(온라인 제외), 해외 3개를 운영 중이며 호텔은 직영 2개, 임차/위탁 16개 운영 중임. 2023년 7월부터 인천공항 T1/T2에서 DF1/DF3를 운영

손익계산서

(단위: 십억원)

	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
매출액	3,779	4,922	3,672	5,007	5,885
매출원가	2,056	2,161	2,214	2,799	3,274
매출총이익	1,723	2,761	1,458	2,208	2,612
판매관리비	1,604	2,683	1,344	1,949	2,294
영업이익	119	78	114	259	318
영업이익률(%)	3.1	1.6	3.1	5.2	5.4
EBITDA	246	205	231	375	432
EBITDA Margin(%)	6.5	4.2	6.3	7.5	7.3
영업외수익	(71)	(138)	29	(25)	(19)
금융수익	10	13	81	16	15
금융비용	42	120	67	38	30
기타영업외손익	(39)	(31)	16	(4)	(4)
관계기업관련손익	0	0	0	0	0
세전계속사업이익	48	(60)	143	234	299
법인세비용	21	(9)	23	58	74
연결당기순이익	27	(50)	120	175	224
지배주주지분순이익	27	(50)	120	175	224
지배주주순이익률(%)	0.7	(1.0)	3.3	3.5	3.8
성장성(%, YoY)					
매출 증가율	18.5	30.2	(25.4)	36.3	17.6
영업이익 증가율	NM	(34.1)	45.1	127.4	23.1
지배주주순이익 증가율	NM	NM	NM	45.7	27.8
EPS 증가율	NM	NM	NM	45.8	27.8
EBITDA 증가율	537.8	(16.9)	12.9	62.2	15.3

현금흐름표

(단위: 십억원)

	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
영업활동현금흐름	42	220	(37)	716	563
당기순이익	27	(50)	120	175	224
유형자산감가상각비	111	112	108	103	99
무형자산상각비	16	14	9	13	15
자산부채변동	(207)	13	(273)	423	223
기타	95	131	(1)	2	2
투자활동현금흐름	134	(81)	117	(328)	(247)
유형자산투자	(22)	(54)	(110)	(106)	(101)
유형자산매각	28	0	0	0	0
투자자산순증	133	(31)	68	(29)	(12)
무형자산순증	0	0	(0)	(22)	(21)
기타	(5)	4	159	(171)	(113)
재무활동현금흐름	(180)	146	(216)	(243)	(220)
자본의증가	0	0	0	0	0
차입금의순증	(151)	179	(208)	(236)	(213)
배당금지급	(8)	(8)	(8)	(8)	(8)
기타	(21)	(25)	0	1	1
기타현금흐름	6	6	0	0	0
현금의증가	3	291	(136)	145	95
FCF	135	294	(32)	480	378

주: K-IFRS (연결) 기준

재무상태표

(단위: 십억원)

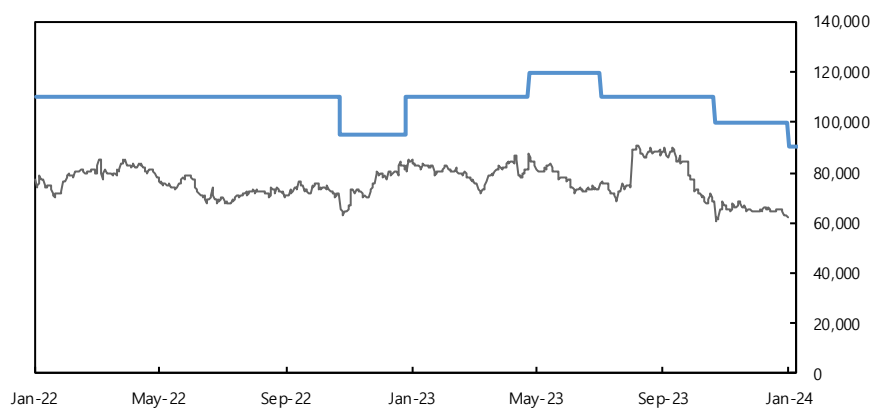
	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
자산총계	2,656	2,939	2,345	2,984	3,405
유동자산	1,087	1,479	1,103	1,504	1,768
현금성자산	243	534	398	543	639
매출채권및기타채권	178	249	186	254	298
재고자산	626	555	414	565	664
비유동자산	1,569	1,460	1,242	1,479	1,636
투자자산	274	186	139	189	222
유형자산	590	592	595	597	599
무형자산	42	35	26	36	42
부채총계	2,080	2,399	1,671	2,121	2,304
유동부채	1,012	1,306	692	1,220	1,483
매입채무및기타채무	454	590	440	601	706
단기차입금및단기사채	4	267	237	195	152
유동성장기부채	300	260	257	171	86
비유동부채	1,068	1,093	979	901	821
사채	549	639	594	572	549
장기차입금및금융부채	492	429	367	304	242
자본총계	577	540	674	863	1,100
지배주주지분	576	540	674	863	1,100
자본금	200	200	200	200	200
자본잉여금	197	197	197	197	197
기타자본	(104)	(104)	(104)	(104)	(104)
이익잉여금	289	242	355	523	739
비지배주주지분	0	0	0	0	0
순차입금	1,243	1,038	994	583	254

주요 투자지표

	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
주당지표(원)					
EPS	714	(1,325)	3,181	4,637	5,928
BPS	17,022	16,106	19,452	24,176	30,120
DPS	200	200	200	200	200
수익성(%)					
ROA	1.0	(1.8)	4.6	6.6	7.0
ROE	4.5	(9.0)	19.8	22.8	22.8
배당수익률	0.3	0.2	0.3	0.3	0.3
배당성향	28.1	NM	6.3	4.3	3.4
안정성					
부채비율(x)	360.5	444.4	248.1	245.9	209.4
차입금/자본총계비율(%)	260.6	312.3	219.3	144.0	93.5
이자보상배율(x)	3.0	1.8	2.6	6.9	10.5
순차입금/EBITDA(x)	5.1	5.1	4.3	1.6	0.6
Valuation(x)					
PER	109.2	NM	20.6	13.4	10.5
최고	144.3	NM	29.6	14.2	11.1
최저	98.0	NM	18.2	13.4	10.5
PBR	4.6	5.2	3.4	2.6	2.1
최고	6.1	5.3	4.8	2.7	2.2
최저	4.1	3.8	3.0	2.6	2.1
PSR	0.8	0.7	0.7	0.5	0.4
EV/EBITDA	17.3	20.7	15.1	7.9	6.1

투자의견 및 목표주가 변경내역

종목(코드번호)	제시일자	투자의견	목표주가	과리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가대비
호텔신라 (008770)	2021.08.23	매수	110,000원	-28.4	-15.6
	2022.08.23	1년경과		-33.6	-30.2
	2022.10.31	매수	95,000원	-21.6	-10.9
	2023.01.03	매수	110,000원	-26.8	-21.4
	2023.05.02	매수	120,000원	-35.5	-28.5
	2023.07.11	매수	110,000원	-27.5	-17.3
	2023.10.29	매수	100,000원	-34.8	-31.2
	2024.01.09	매수	90,000원	-	-



■ Compliance notice

- 당사는 2024년 1월 9일 현재 호텔신라 종목의 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 리포트의 내용 일부를 기관투자가 또는 제3자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다.
- 동 리포트의 금융투자분석사와 배우자는 상기 발행주식을 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 호텔신라 발행주식을 기초자산으로 하는 ELW(주식워런트증권)를 발행 중이며, 당해 ELW에 대한 유동성공급자(LP)입니다.

■ 기업 투자 의견은 향후 12개월간 시장 지수 대비 추가 등락 기준임

- 매 수 : 시장 지수 대비 15%p 이상의 추가 상승 예상
- 중 립 : 시장 지수 대비 -15~15%p의 추가 등락 예상
- 비중축소 : 시장 지수 대비 15%p 이상의 추가 하락 예상
- 중립 및 비중축소 의견은 목표가 미제시

■ 투자등급 비율 (2023. 12. 31 기준)

매수	중립	비중축소(매도)
87.3%	12.7%	0%

※ 최근 1년간 공표한 유니버스 종목 기준

■ 업종 투자 의견은 향후 12개월간 해당 업종의 유가증권시장(코스닥) 시가총액 비중 대비 포트폴리오 구성 비중에 대한 의견임

- 비중확대 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중보다 높이 가져갈 것을 권함
- 중 립 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중과 같게 가져갈 것을 권함
- 비중축소 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중보다 낮게 가져갈 것을 권함

■ 본 리포트는 고객의 증권투자를 돕기 위하여 작성된 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있으며, 당사의 동의 없이 어떤 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형할 수 없습니다.

■ 본 리포트는 당사 리서치본부에서 수집한 자료 및 정보를 기초로 작성된 것이나 당사가 그 자료 및 정보의 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없으므로 당사는 본 리포트로써 고객의 투자 결과에 대한 어떠한 보장도 행하는 것이 아닙니다. 최종적 투자 결정은 고객의 판단에 기초한 것이며 본 리포트는 투자 결과와 관련한 법적 분쟁에서 증거로 사용될 수 없습니다.

■ 본 리포트에 제시된 증목들은 리서치본부에서 수집한 자료 및 정보 또는 계량화된 모델을 기초로 작성된 것이나, 당사의 공식적인 의견과는 다를 수 있습니다.

■ 이 리포트에 게재된 내용들은 작성자의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.