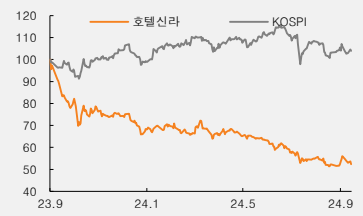


투자의견(하향)	중립
목표주가(하향)	▼ 50,000원
현재주가(24/10/8)	45,600원
상승여력	9.6%

영업이익(24F,십억원)	75
Consensus 영업이익(24F,십억원)	109
EPS 성장률(24F,%)	-52.8
MKT EPS 성장률(24F,%)	81.0
P/E(24F,x)	44.9
MKT P/E(24F,x)	10.3
KOSPI	2,594.36
시가총액(십억원)	1,790
발행주식수(백만주)	39
유동주식비율(%)	77.2
외국인 보유비중(%)	14.0
베타(12M) 일간수익률	0.57
52주 최저가(원)	44,750
52주 최고가(원)	77,300
(%)	1M 6M 12M
절대주가	0.6 -23.6 -41.0
상대주가	-1.4 -20.0 -45.2



[화장품/유통/의류]

배송이
songyi.bae@miraeasset.com

008770 · 호텔/레저

호텔신라

이중고

3Q24 Preview: 시장 기대치 큰 폭 하회 전망

호텔신라의 3Q24 실적은 매출액 10,004억원(YoY -1%) 영업이익 184억원(YoY +139%)으로 기대치를 다소 하회할 전망이다. 면세 부진 영향이 크다. 시내점은 타이공 수요가 악화되었으며, 공항점은 임차료가 확대되어 면세 합산 적자를 예상한다.

시내점은 외형 유지를 위해 일정 수준의 프로모션은 유지하는 가운데, 국경절 연휴에도 불구하고 전 분기 대비 매출이 하락하면서 매출과 이익 전반 이전 분기 대비 축소될 전망이다(시내점 매출 YoY +3%, QoQ -6%, OPM QoQ -1%p 추정). 전년 동기 대규모 체화 재고 소진으로 인해 300억원 가까이 적자를 기록했기 때문에 전년 비로는 성장하겠다.

공항점은 트래픽 증가에 따라 매출도 증가 추세지만, 국내외 전반적으로 객수 대비 객단가 회복이 더디게 나타나면서 임차료 부담이 확대되고 있다. 특히 금번 분기는 긴 연휴로 인해 공항 트래픽이 증가하여 국내 공항도 이익 기여가 미미할 전망이다. 해외 공항은 분기 100억원대 수준의 영업적자 기초가 이어질 것으로 예상된다.

호텔레저는 성수기 효과에 비롯해 YoY +5% 매출 성장이 예상되나 인건비 등 고정비 증가를 반영하여 영업이익은 YoY -10% 하락 추정한다. 다만 상반기 이익 부담 요인이었던 전년 동기 일회성 이익 영향은 제거되어 감익 폭은 축소될 전망이다.

매출도 비용도 개선 요원. 투자의견 하향

면세점 매출은 여전히 과반 이상 타이공에 의존하고 있다. 중국 소비 침체가 장기화되면서 중국 연휴, 소비 행사 등 계절적 성수기 효과도 미미해졌다. 향후 중국 경기 개선이 현실화되어도 화장품 소비 트렌드가 중저가 인디 브랜드로 이동한 바, 고가 화장품 채널이 타이공까지 회복을 기대하기 어려워 보인다.

이에 호텔신라는 비용 긴축을 우선하고 있으나, 공항점의 임차료 부담이 가중되면서 이익 방어도 쉽지 않은 상황이다. 타이공 프로모션도 일정 규모의 외형 유지를 위해 추가적으로 축소하기 어렵다고 판단된다.

실적 추정치 하향을 반영해 목표주가를 6만원에서 5만원으로 내린다. 상승 여력이 축소되어 투자의견도 Trading Buy에서 중립으로 하향한다.

결산기 (12월)	2022	2023	2024F	2025F	2026F
매출액 (십억원)	4,922	3,568	3,989	4,243	4,472
영업이익 (십억원)	78	91	75	107	138
영업이익률 (%)	1.6	2.6	1.9	2.5	3.1
순이익 (십억원)	-50	86	41	76	100
EPS (원)	-1,254	2,149	1,015	1,909	2,509
ROE (%)	-9.0	15.0	6.4	11.1	13.1
P/E (배)	-	30.4	44.9	23.9	18.2
P/B (배)	5.2	3.7	2.4	2.2	2.0
배당수익률 (%)	0.2	0.3	0.4	0.4	0.4

주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익
자료: 호텔신라, 미래에셋증권 리서치센터

표 7. 호텔신라 연간 실적 전망

(십억원)

	2021	2022	2023	2024F	2025F	2026F
매출액	3,779	4,922	3,568	3,989	4,243	4,472
면세점	3,344	4,326	2,934	3,320	3,540	3,741
시내	3,041	3,789	1,375	1,505	1,583	1,657
공항	303	538	1,559	1,815	1,957	2,084
호텔/생활레저	435	596	635	669	702	730
영업이익	119	78	91	75	107	138
면세점	132	9	22	14	42	70
시내	100	(11)	1	56	65	69
공항	32	20	21	(42)	(23)	2
호텔/생활레저	(13)	70	69	61	65	68
세전이익	48	(60)	107	61	100	132
순이익	27	(50)	86	41	76	100
지배주주순이익	27	(50)	86	41	76	100
영업이익률(%)	3.1	1.6	2.6	1.9	2.5	3.1
면세점	3.5	0.2	0.6	0.3	1.0	1.6
시내	3.3	(0.3)	0.1	3.7	4.1	4.1
공항	10.4	3.7	1.3	(2.3)	(1.2)	0.1
호텔/생활레저	(3.0)	11.7	10.8	9.1	9.2	9.3
매출액 (YoY %)	18.5	30.2	(27.5)	11.8	6.4	5.4
면세점	19.4	29.4	(32.2)	13.2	6.6	5.7
시내	32.4	24.6	(63.7)	9.5	5.2	4.7
공항	(40.0)	77.3	190.0	16.4	7.8	6.5
호텔/생활레저	12.7	36.9	6.5	5.4	5.0	4.0
영업이익 (YoY %)	흑전	(34.1)	16.4	(18.2)	43.3	29.4
면세점	흑전	(93.6)	163.5	(38.0)	202.1	67.8
호텔/생활레저	적지	흑전	(1.4)	(11.7)	7.0	4.6
순이익 (YoY %)	흑전	적전	흑전	(52.8)	88.3	31.4

자료: 호텔신라, 미래에셋증권 리서치센터

표 8. 호텔신라 분기 실적 전망

(십억원)

	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	2023년	1Q24	2Q24	3Q24F	4Q24F	2024년
매출액	752	867	1,012	938	3,568	981	1,003	1,000	1,005	3,989
면세점	609	708	845	772	2,934	831	833	826	830	3,320
시내	335	325	343	372	1,375	400	375	353	376	1,505
공항	274	383	503	400	1,559	430	458	473	454	1,815
호텔/생활레저	144	159	167	166	635	150	170	174	175	669
영업이익	35	67	8	(18)	91	12	28	18	16	75
면세점	25	43	(16)	(30)	22	6	7	(3)	4	14
호텔/생활레저	9	24	24	11	69	6	21	22	12	61
세전이익	64	86	(4)	(38)	107	3	40	7	11	61
순이익	53	72	(3)	(36)	86	(2)	27	6	9	41
지배주주순이익	53	72	(3)	(36)	86	(2)	27	6	9	41
영업이익률(%)	4.6	7.8	0.8	(2.0)	2.6	1.2	2.8	1.8	1.6	1.9
면세점	4.1	6.1	(1.9)	(3.8)	0.8	0.7	0.8	(0.4)	0.5	0.4
호텔/생활레저	6.5	15.1	14.4	6.9	10.8	4.1	12.1	12.4	7.0	9.1
매출액 (YoY %)	(31.3)	(25.6)	(25.7)	(27.9)	(27.5)	30.4	15.7	(1.1)	7.2	11.8
면세점	(37.8)	(29.9)	(29.4)	(32.3)	(32.2)	36.5	17.6	(2.2)	7.5	13.2
시내	(62.7)	(63.2)	(67.5)	(61.0)	(63.7)	19.7	15.4	3.0	1.1	9.5
공항	234.6	203.8	247.8	115.9	190.0	57.1	19.5	(5.8)	13.5	16.4
호텔/생활레저	23.9	1.9	1.6	3.6	6.5	4.5	6.9	4.5	5.7	5.4
영업이익 (YoY %)	127.9	55.5	(71.1)	흑전	16.4	(64.9)	(58.9)	138.6	흑전	(18.2)
면세점	98.4	191.9	(2,816.7)	51.5	163.5	(76.6)	(83.8)	(79.8)	(114.4)	(38.0)
호텔/생활레저	287.5	(15.5)	(7.7)	(11.6)	흑전	(33.3)	(14.2)	(9.7)	6.9	흑전
순이익 (YoY %)	흑전	195.0	적전	흑전	흑전	(103.0)	(62.1)	흑전	흑전	(52.8)

자료: 호텔신라, 미래에셋증권 리서치센터

표 9. 호텔신라 Valuation Table

(원)

구분	내용	비고
12MF EPS		1,816
Target PER(배)		26 2017~19년(따이공 중심 시장) 평균 적용
적정 주가		47,221
목표 주가		50,000
현재 주가		45,600
상승 여력(%)		9.6

자료: 미래에셋증권 리서치센터

호텔신라 (008770)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	2023	2024F	2025F	2026F
매출액	3,568	3,989	4,243	4,472
매출원가	2,150	2,372	2,519	2,651
매출총이익	1,418	1,617	1,724	1,821
판매비와관리비	1,327	1,543	1,617	1,682
조정영업이익	91	75	107	138
영업이익	91	75	107	138
비영업손익	16	-14	-7	-6
금융손익	-23	-30	-27	-24
관계기업등 투자손익	0	0	0	0
세전계속사업손익	107	61	100	132
계속사업법인세비용	21	20	24	32
계속사업이익	86	41	76	100
중단사업이익	0	0	0	0
당기순이익	86	41	76	100
지배주주	86	41	76	100
비지배주주	0	0	0	0
총포괄이익	76	52	76	100
지배주주	76	52	76	100
비지배주주	0	0	0	0
EBITDA	219	199	209	224
FCF	188	183	191	188
EBITDA 마진율 (%)	6.1	5.0	4.9	5.0
영업이익률 (%)	2.6	1.9	2.5	3.1
지배주주귀속 순이익률 (%)	2.4	1.0	1.8	2.2

예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	2023	2024F	2025F	2026F
유동자산	1,380	1,643	1,491	1,657
현금 및 현금성자산	412	604	394	500
매출채권 및 기타채권	266	285	296	312
재고자산	630	675	718	757
기타유동자산	72	79	83	88
비유동자산	1,626	1,576	1,537	1,518
관계기업투자등	35	38	40	42
유형자산	573	548	493	452
무형자산	29	20	13	8
자산총계	3,007	3,219	3,028	3,175
유동부채	1,188	1,400	1,138	1,190
매입채무 및 기타채무	412	442	470	495
단기금융부채	417	572	258	263
기타유동부채	359	386	410	432
비유동부채	1,210	1,166	1,168	1,170
장기금융부채	1,183	1,138	1,138	1,138
기타비유동부채	27	28	30	32
부채총계	2,398	2,566	2,306	2,360
지배주주지분	608	653	722	815
자본금	200	200	200	200
자본잉여금	197	197	197	197
이익잉여금	304	338	406	499
비지배주주지분	0	0	0	0
자본총계	608	653	722	815

예상 현금흐름표 (요약)

(십억원)	2023	2024F	2025F	2026F
영업활동으로 인한 현금흐름	243	233	231	228
당기순이익	86	41	76	100
비현금수익비용가감	127	181	153	141
유형자산감가상각비	115	114	95	81
무형자산상각비	13	10	7	4
기타	-1	57	51	56
영업활동으로인한자산및부채의변동	12	-8	-2	-8
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	-34	-2	-6	-5
재고자산 감소(증가)	-67	-35	-43	-39
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	110	15	19	17
법인세납부	-4	-7	-24	-32
투자활동으로 인한 현금흐름	-231	-83	-71	-67
유형자산처분(취득)	-53	-51	-40	-40
무형자산감소(증가)	0	0	0	0
장단기금융자산의 감소(증가)	-65	-24	-22	-20
기타투자활동	-113	-8	-9	-7
재무활동으로 인한 현금흐름	-138	38	-377	-53
장단기금융부채의 증가(감소)	-18	110	-314	5
자본의 증가(감소)	0	0	0	0
배당금의 지급	-8	-8	-8	-8
기타재무활동	-112	-64	-55	-50
현금의 증가	-122	193	-211	106
기초현금	534	412	604	394
기말현금	412	604	394	500

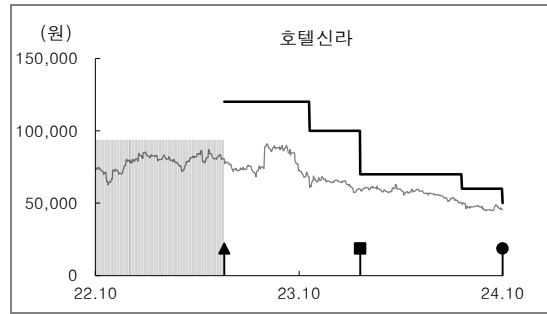
자료: 호텔신라, 미래에셋증권 리서치센터

예상 주당가치 및 valuation (요약)

	2023	2024F	2025F	2026F
P/E (x)	30.4	44.9	23.9	18.2
P/CF (x)	12.3	8.2	8.0	7.5
P/B (x)	3.7	2.4	2.2	2.0
EV/EBITDA (x)	17.2	14.5	13.3	12.0
EPS (원)	2,149	1,015	1,909	2,509
CFPS (원)	5,323	5,540	5,731	6,043
BPS (원)	17,823	18,939	20,657	22,976
DPS (원)	200	200	200	200
배당성향 (%)	8.6	18.3	9.7	7.4
배당수익률 (%)	0.3	0.4	0.4	0.4
매출액증가율 (%)	-27.5	11.8	6.4	5.4
EBITDA증가율 (%)	6.9	-9.3	5.1	7.3
조정영업이익증가율 (%)	16.4	-18.2	43.2	29.4
EPS증가율 (%)	-	-52.8	88.1	31.4
매출채권 회전율 (회)	52.8	45.5	45.4	45.2
재고자산 회전율 (회)	6.0	6.1	6.1	6.1
매입채무 회전율 (회)	9.9	8.4	8.4	8.3
ROA (%)	2.9	1.3	2.4	3.2
ROE (%)	15.0	6.4	11.1	13.1
ROIC (%)	5.5	4.6	6.4	8.5
부채비율 (%)	394.1	392.9	319.5	289.7
유동비율 (%)	116.1	117.4	131.0	139.2
순차입금/자기자본 (%)	189.4	163.4	133.2	105.3
조정영업이익/금융비용 (x)	1.8	1.3	1.9	2.8

투자의견 및 목표주가 변동추이

제시일자	투자의견	목표주가(원)	과리율(%)	
			평균주가대비	최고(최저)주가대비
호텔신라 (008770)				
2024.10.10	중립	50,000	-	-
2024.07.29	Trading Buy	60,000	-21.54	-16.00
2024.01.29	Trading Buy	70,000	-18.25	-10.14
2023.10.30	매수	100,000	-35.96	-31.20
2023.05.30	매수	120,000	-34.78	-24.17



* 과리율 산정: 수정주가 적용, 목표주가 대상시점은 1년이며 목표주가를 변경하는 경우 해당 조사분석자료의 공표일 전일까지 기간을 대상으로 함

투자의견 분류 및 적용기준

기업	산업
매수 : 향후 12개월 기준 절대수익률 20% 이상의 초과수익 예상	비중확대 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 대비 높거나 상승
Trading Buy : 향후 12개월 기준 절대수익률 10% 이상의 초과수익 예상	중립 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 수준
중립 : 향후 12개월 기준 절대수익률 -10~10% 이내의 등락이 예상	비중축소 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 대비 낮거나 악화
매도 : 향후 12개월 기준 절대수익률 -10% 이상의 추가하락이 예상	

매수(▲), Trading Buy(■), 중립(●), 매도(◆), 주가(—), 목표주가(→), Not covered(■)

투자의견 비율

매수(매수)	Trading Buy(매수)	중립(중립)	매도
79.52%	12.05%	8.43%	0%

* 2024년 06월 30일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

Compliance Notice

- 당사는 자료 작성일 현재 호텔신라 을(를) 기초자산으로 하는 주식워런트증권에 대해 유동성공급자(LP)업무를 수행하고 있습니다.
- 당사는 본 자료를 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 조사분석 대상법인의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 본 자료는 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었음을 확인합니다.

본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 종목 선택이나 투자시기에 대한 최종 결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 조사분석자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 허락 없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.