



BUY (유지)

호텔신라 (008770)

목표주가(12M) 61,000원(하향)
현재주가(7.26) 50,600원

2Q24Re: 면세업에 대해 다시 고민해볼 때

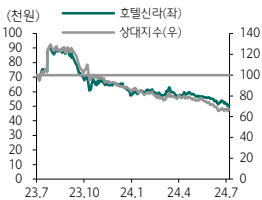
Key Data

KOSPI 지수 (pt)	2,692.06
52주 최고/최저(원)	91,000/55,700
시가총액(십억원)	2,339.2
시가총액비중(%)	0.11
발행주식수(천주)	39,248.1
60일 평균 거래량(천주)	369.1
60일 평균 거래대금(십억원)	22.0
외국인지분율(%)	14.25
주요주주 지분율(%)	
삼성생명보험 외 5인	17.34
국민연금공단	6.63

Consensus Data

	2024	2025
매출액(십억원)	4,617.9	5,183.0
영업이익(십억원)	194.4	258.5
순이익(십억원)	139.1	179.6
EPS(원)	3,337	4,479
BPS(원)	19,227	23,604

Stock Price



Financial Data (십억원, %, 배, 원)

투자지표	2022	2023	2024F	2025F
매출액	4,922.0	3,568.5	4,591.2	5,107.7
영업이익	78.3	91.2	153.3	218.7
세전이익	(59.6)	107.4	119.1	188.4
순이익	(50.2)	86.0	95.2	150.7
EPS	(1,254)	2,149	2,381	3,769
증감율	적전	흑전	10.80	58.29
PER	(66.27)	30.43	25.03	15.81
PBR	5.16	3.67	2.98	2.53
EV/EBITDA	21.23	17.16	13.74	11.27
ROE	(8.99)	14.98	14.60	19.64
BPS	16,106	17,823	20,014	23,593
DPS	200	200	200	200

2분기 영업이익 276억원(YoY -59%), 기대치 하회

2분기 연결 매출은 전년 동기대비 16% 증가한 1조 27억원, 영업이익 276억원(YoY -59%)으로 시장기대치(330억원)를 하회하는 부진한 실적을 기록했다. 시내면세점 외형 성장이 제한적이었고, 해외 공항 임차료 부담이 확대되면서 감익이 지속되었다. 시내면세점 매출은 개별 여행객 증가에 따라 객수(Q)는 증가했지만, 다이고 매출이 1분기 대비 하락하면서 전년 대비 15% 성장에 그쳤고, 전분기 대비 6% 하락했다. 수익성 측면에서도 특허수수료 환입(약 25억원)에도 불구하고, 매출 감소로 영업이익률이 전분기 대비 하락한 것으로 보인다((영업이익 114억원(YoY -41%), OPM 3% 추산)). 국내/해외 공항 면세점 매출은 여객수 회복에 따라 YoY 20% 증가한 4,575억원을 기록했다. 특히 인천공항은 매출과 이익 모두 YoY/QoQ 큰 폭 증가했다. 다만, 해외 공항은 임차료 부담 증가로 인해 여전히 적자를 기록 중이다. 호텔/레저 매출은 YoY 7% 성장했으나, 전년도 높은 베이스 및 비용 증가로 이익은 14% 감소했다.

면세업에 대해 고민해볼 때

면세점 실적 개선이 지연되는 가장 큰 이유는 i) 다이고 수요 약화와 ii) 트래픽(Q) 회복 대비 낮은 관광객 객단가로 매출 회복 속도와 폭이 더디기 때문이다. 결국 면세 수요가 강하지 않다는 의미다. 만약 중국 소비경기 둔화에 따른 경기적 요인에 의한 것이라면, 경기 회복 시 탄력적으로 실적 개선이 가능할 것이다. 하지만, 만약 중국 내 럭셔리 브랜드 수요 위축, 관광객 소비 패턴 변화, 이에 따른 면세 채널에 대한 선호도 하락이라는 구조적 요인이라면 향후 실적 저하 폭은 더 커질 수 있다.

하반기에는 전년도 기저효과로 이익 모멘텀 개선은 가능할 듯 하다. 회사도 내부적으로 무리한 외형 확장 보다는 비용 절감과 수익구조 개선을 통해 내부 효율화에 초점을 맞출 전망이다. 3분기 연결 영업이익은 374억원(YoY 383%)으로 추산한다. 2024년 연결 영업이익은 1,080억원(YoY 18%)으로 하향 조정한다.

투자 의견 BUY, 목표주가 6.1만원 하향

실적 추정치와 적정 밸류에이션을 하향 조정하면서 목표주가를 6.1만원으로 내린다. 면세점 산업의 중장기 성장 여력에 대한 신뢰가 회복되어야 밸류에이션과 실적 추정치 상승에 의한 추세적인 주가 모멘텀이 가능할 듯 하다. 의미 있는 실적 가시성 회복 전까지 단기 주가 모멘텀은 제한적이며, 현재 주가 12MF PER 18.8배로 밸류에이션 부담도 높다.



Analyst 서현정 @hanafn.com

도표 1. 호텔신라 실적 전망 (K-IFRS 연결)

(단위: 십억원)

	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	2023년	1Q24	2Q24P	3Q24F	4Q24F	2024년
매출	752	867	1,012	938	3,568	981	1,003	1,085	1,046	4,114
면세점	609	708	845	772	2,934	831	833	911	878	3,452
호텔/생활레저	144	159	167	166	635	150	170	174	168	662
영업이익	35	67	8	-18	91	12	28	37	31	108
면세점	25	43	-16	-30	22	6	7	14	16	42
호텔/생활레저	9	24	24	11	69	6	21	24	15	65
세전이익	64	86	-4	-38	107	3	40	31	18	92
순이익	53	72	-3	-36	86	-2	27	25	14	64
영업이익률(%)	4.6	7.8	0.8	-1.9	2.6	1.2	2.8	3.4	2.9	2.6
세전이익률(%)	8.5	9.9	-0.4	-4.1	3.0	0.3	4.0	2.8	1.7	2.2
순이익률(%)	7.1	8.3	-0.3	-3.9	2.4	-0.2	2.7	2.3	1.3	1.6
매출(YoY,%)	-31.3	-25.6	-25.7	-27.9	-27.5	30.4	15.7	7.2	11.6	15.3
면세점	-37.8	-29.9	-29.4	-32.3	-32.2	36.5	17.6	7.8	13.7	17.7
호텔/생활레저	23.9	1.9	1.6	3.6	6.5	4.5	6.9	4.4	1.5	4.3
영업이익(YoY,%)	128.0	55.6	-70.9	적지	16.4	-64.9	-58.9	383.1	흑전	18.3
면세점	98.4	191.9	적전	적지	163.5	-76.6	-83.8	흑전	흑전	89.7
호텔/생활레저	287.5	-15.5	-7.7	-11.6	-1.4	-33.3	-14.2	-1.4	31.7	-4.7

자료: 호텔신라, 하나증권

도표 2. 호텔신라 연간 실적 전망 및 Valuation (K-IFRS 연결)

(단위: 십억원)

	2022	2023	2024F	2025F	2026F
매출	4,922	3,568	4,114	4,535	4,891
면세점	4,326	2,934	3,452	3,855	4,196
호텔/생활레저	596	635	662	680	694
영업이익	78	91	108	167	201
면세점	9	22	42	96	126
호텔/생활레저	70	69	65	71	75
세전이익	-60	107	92	156	194
지배순이익	-50	86	64	127	157
적정시가총액	1,831	2,014	2,216	2,437	2,681
주식수(천주)	39,248	39,248	39,248	39,248	39,248
적정주가(원)	46,658	51,324	56,457	62,102	68,313
적정PER(배)	N/A	23.4	34.5	19.2	17.0
EPS(원)	-1,278	2,191	1,637	3,228	3,995
영업이익률(%)	1.6	2.6	2.6	3.7	4.1
매출 (YoY,%)	30.2	-27.5	15.3	10.2	7.8
영업이익 (YoY,%)	-34.1	16.4	18.3	55.1	20.1
순이익 (YoY,%)	적전	흑전	-25.3	97.1	23.8

자료: 호텔신라, 하나증권

추정 재무제표

손익계산서	(단위:십억원)				
	2022	2023	2024F	2025F	2026F
매출액	4,922.0	3,568.5	4,114.1	4,535.3	4,890.8
매출원가	2,161.1	2,149.8	2,262.8	2,484.2	2,667.9
매출총이익	2,760.9	1,418.7	1,851.3	2,051.1	2,222.9
판매비	2,682.6	1,327.4	1,743.4	1,883.6	2,021.7
영업이익	78.3	91.2	108.0	167.5	201.2
금융손익	(106.6)	(9.1)	(19.1)	(16.2)	(15.2)
종속/관계기업손익	0.0	0.0	(0.5)	(0.4)	(0.2)
기타영업외손익	(31.4)	25.3	3.4	5.5	7.7
세전이익	(59.6)	107.4	91.8	156.4	193.6
법인세	(9.5)	21.4	27.5	29.7	36.8
계속사업이익	(50.2)	86.0	64.3	126.7	156.8
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	(50.2)	86.0	64.3	126.7	156.8
비배주주지분 손익	(0.0)	(0.0)	(0.0)	(0.0)	(0.0)
지배주주순이익	(50.2)	86.0	64.3	126.7	156.8
지배주주지분포괄이익	(29.1)	76.3	64.3	126.7	156.8
NOPAT	65.9	73.1	75.6	135.7	163.0
EBITDA	204.7	218.9	203.8	239.5	255.4
성장성(%)					
매출액증가율	30.24	(27.50)	15.29	10.24	7.84
NOPAT증가율	(1.79)	10.93	3.42	79.50	20.12
EBITDA증가율	(16.96)	6.94	(6.90)	17.52	6.64
영업이익증가율	(34.09)	16.48	18.42	55.09	20.12
(지배주주)순이익증가율	적전	흑전	(25.23)	97.05	23.76
EPS증가율	적전	흑전	(25.22)	97.08	23.78
수익성(%)					
매출총이익률	56.09	39.76	45.00	45.23	45.45
EBITDA이익률	4.16	6.13	4.95	5.28	5.22
영업이익률	1.59	2.56	2.63	3.69	4.11
계속사업이익률	(1.02)	2.41	1.56	2.79	3.21

투자지표	(단위:십억원)				
	2022	2023	2024F	2025F	2026F
주당지표(원)					
EPS	(1,254)	2,149	1,607	3,167	3,920
BPS	16,106	17,823	19,240	22,216	25,946
CFPS	5,146	5,323	5,327	6,220	6,502
EBITDAPS	5,117	5,472	5,095	5,988	6,385
SPS	123,050	89,212	102,854	113,383	122,271
DPS	200	200	200	200	200
추가지표(배)					
PER	(66.27)	30.43	31.49	15.98	12.91
PBR	5.16	3.67	2.63	2.28	1.95
PCFR	16.15	12.29	9.50	8.14	7.78
EV/EBITDA	21.23	17.16	16.47	13.43	11.97
PSR	0.68	0.73	0.49	0.45	0.41
재무비율(%)					
ROE	(8.99)	14.98	10.09	17.48	18.26
ROA	(1.79)	2.89	2.12	4.01	4.62
ROIC	4.40	4.97	5.00	9.19	11.22
부채비율	444.39	394.10	357.97	317.23	276.18
순부채비율	192.25	189.35	155.03	113.63	78.30
이자보상배율(배)	1.85	1.77	2.28	3.74	4.47

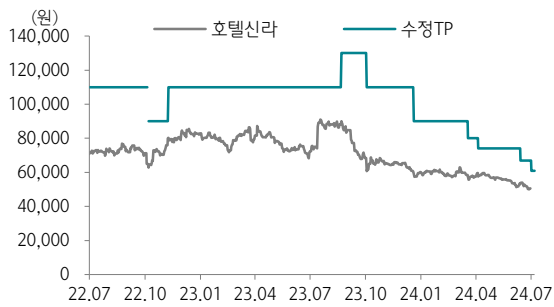
자료: 하나증권

대차대조표	(단위:십억원)				
	2022	2023	2024F	2025F	2026F
유동자산	1,478.8	1,380.2	1,465.4	1,724.4	1,985.1
금융자산	647.8	447.9	390.8	539.9	707.8
현금성자산	534.1	411.7	349.0	493.9	658.2
매출채권	50.6	84.5	97.5	107.5	115.9
재고자산	555.5	629.9	726.2	800.6	863.3
기타유동자산	224.9	217.9	250.9	276.4	298.1
비유동자산	1,459.7	1,626.3	1,580.8	1,547.6	1,526.2
투자자산	185.7	329.8	380.2	419.0	451.8
금융자산	152.2	294.5	339.5	374.1	403.4
유형자산	592.2	573.3	486.5	420.6	370.7
무형자산	35.3	28.8	19.8	13.6	9.4
기타비유동자산	646.5	694.4	694.3	694.4	694.3
자산총계	2,938.5	3,006.5	3,046.2	3,272.0	3,511.2
유동부채	1,306.0	1,188.5	1,167.4	1,271.0	1,358.4
금융부채	617.8	417.0	238.9	248.0	255.6
매입채무	162.9	271.9	353.5	389.7	420.2
기타유동부채	525.3	499.6	575.0	633.3	682.6
비유동부채	1,092.8	1,209.6	1,213.6	1,216.8	1,219.4
금융부채	1,067.8	1,183.1	1,183.1	1,183.1	1,183.1
기타비유동부채	25.0	26.5	30.5	33.7	36.3
부채총계	2,398.8	2,398.0	2,381.1	2,487.8	2,577.8
지배주주지분	539.8	608.5	665.1	784.2	933.4
자본금	200.0	200.0	200.0	200.0	200.0
자본잉여금	196.6	196.6	196.6	196.6	196.6
자본조정	(104.5)	(104.5)	(104.5)	(104.5)	(104.5)
기타포괄이익누계액	5.4	12.0	12.0	12.0	12.0
이익잉여금	242.3	304.4	361.1	480.1	629.3
비배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	539.8	608.5	665.1	784.2	933.4
순금융부채	1,037.8	1,152.2	1,031.2	891.1	730.9

현금흐름표	(단위:십억원)				
	2022	2023	2024F	2025F	2026F
영업활동 현금흐름	220.5	242.5	157.8	205.1	223.6
당기순이익	(50.2)	86.0	64.3	126.7	156.8
조정	257.8	144.8	143.3	116.8	99.2
감가상각비	126.4	127.6	95.8	72.0	54.2
외환거래손익	(3.7)	(3.3)	0.0	0.0	0.0
지분법손익	14.8	2.8	0.0	0.0	0.0
기타	120.3	17.7	47.5	44.8	45.0
영업활동 자산부채 변동	12.9	11.7	(49.8)	(38.4)	(32.4)
투자활동 현금흐름	(80.7)	(231.4)	(55.9)	(43.1)	(36.4)
투자자산감소(증가)	88.6	(140.6)	(50.3)	(38.8)	(32.8)
자본증가(감소)	(53.9)	(54.7)	0.0	0.0	0.0
기타	(115.4)	(36.1)	(5.6)	(4.3)	(3.6)
재무활동 현금흐름	146.0	(77.3)	(233.2)	(43.3)	(45.0)
금융부채증가(감소)	115.3	(18.1)	(178.1)	9.1	7.7
자본증가(감소)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	38.3	(51.6)	(47.5)	(44.8)	(45.1)
배당지급	(7.6)	(7.6)	(7.6)	(7.6)	(7.6)
현금의 증감	285.7	(66.2)	(111.1)	144.9	164.3
Unlevered CFO	205.8	212.9	213.1	248.8	260.1
Free Cash Flow	166.5	187.8	157.8	205.1	223.6

투자의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

호텔신라



날짜	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
24.7.29	BUY	61,000	-	-
24.7.11	BUY	67,000	-22.85%	-19.55%
24.5.2	BUY	74,000	-24.40%	-19.46%
24.4.15	BUY	80,000	-28.16%	-25.50%
24.1.16	BUY	90,000	-33.88%	-30.11%
23.10.30	BUY	110,000	-40.95%	-37.45%
23.9.18	BUY	130,000	-41.47%	-31.31%
22.12.6	BUY	110,000	-27.30%	-17.27%
22.11.3	BUY	90,000	-20.98%	-11.11%
22.10.31	담당자 변경	-	-	-

Compliance Notice

- 본 자료를 작성한 애널리스트(서현정)는 자료의 작성과 관련하여 외부의 압력이나 부당한 간섭을 받지 않았으며, 본인의 의견을 정확하게 반영하여 신의성실 하게 작성하였습니다.
- 본 자료는 기관투자가 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다
- 당사는 2024년 7월 29일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다
- 본자료를 작성한 애널리스트(서현정)는 2024년 7월 29일 현재 해당회사의 유가증권권을 보유하고 있지 않습니다

본 조사자료는 고객의 투자에 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 어떠한 경우에도 무단 복제 및 배포 될 수 없습니다. 또한 본 자료에 수록된 내용은 당사가 신뢰 할 만한 자료 및 정보로 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

투자등급 관련사항 및 투자의견 비율공시

- 투자의견의 유효기간은 추천일 이후 12개월을 기준으로 적용
- 기업의 분류
BUY(매수)_목표주가가 현주가 대비 15% 이상 상승 여력
Neutral(중립)_목표주가가 현주가 대비 -15%~15% 등락
Reduce(비중축소)_목표주가가 현주가 대비 15% 이상 하락 가능

- 산업의 분류
Overweight(비중확대)_업종지수가 현재지수 대비 15% 이상 상승 여력
Neutral(중립)_업종지수가 현재지수 대비 -15%~15% 등락
Underweight(비중축소)_업종지수가 현재지수 대비 -15%~15% 등락

투자등급	BUY(매수)	Neutral(중립)	Reduce(매도)	합계
금융투자상품의 비율	94.01%	5.53%	0.46%	100%

* 기준일: 2024년 07월 26일