

지주/유통/상사
박종렬
 02)6260-2466
 jrpark@heungkuksec.co.kr

(008770)

호텔신라

BUY(유지)

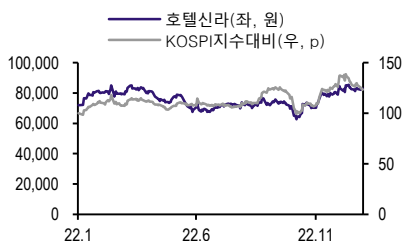
실적 개선이 선행돼야

목표주가	93,000원(상향)			
현재주가(01/30)	80,500원			
상승여력	15.5%			
시가총액	3,159십억원			
발행주식수	39,248천주			
52주 최고가 / 최저가	85,500 / 62,700원			
3개월 일평균거래대금	32십억원			
외국인 지분율	21.0%			
주요주주				
삼성생명보험 (외 6인)	17.3%			
국민연금공단 (외 1인)	10.2%			
자사주 (외 1인)	5.4%			
주가수익률(%)	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	0.0	16.6	16.9	18.4
상대수익률(KOSPI)	-6.5	8.1	14.1	23.4

(단위: 십억원, 원, %, 배)

재무정보	2020	2021	2022E	2023E
매출액	3,188	3,779	4,922	6,464
영업이익	-185	119	78	144
EBITDA	39	246	203	262
지배주주순이익	-283	27	-50	37
EPS	-7,226	685	-1,358	995
순차입금	1,244	1,243	1,196	1,271
PER	-11.4	113.9	-61.0	83.3
PBR	5.3	5.4	8.0	7.5
EV/EBITDA	117.3	17.7	22.1	17.5
배당수익률	0.2	0.3	0.2	0.2
ROE	-36.7	4.5	-10.1	8.7
컨센서스 영업이익	-185	119	113	235
컨센서스 EPS	-7,226	685	1,125	3,400

주가추이



올해 실적 모멘텀은 상저하고의 모습을 보일 것. 면세점 사업의 구조개선으로 당초 예상보다 실적 회복이 다소 더디게 진행될 것이기 때문임.

4Q/22 실적: 당초 전망치를 크게 하회

4분기 연결기준 매출액 1조 2,999억원(+15.0% YoY), 영업이익 -67억원(적전 YoY)으로 당초 전망치를 크게 하회하는 부진한 실적을 기록함. 면세점의 매출액과 영업이익은 각각 1조 1,400억원과 -196억원으로 매출액은 전년동기비 13.2% 증가했지만, 영업손실로 전환됨. 환율하락에 따른 원가 상승, 지급수수료와 마일리지에 대한 총당금 조정 등이 주된 요인이었음. 호텔&레저 부문도 계절적 비수기 영향으로 전분기 대비 실적 둔화됨. 매출액과 영업이익은 각각 1,559억원과 129억원으로 전년동기비 각각 30.5%, 580.0% 증가함. 제주호텔은 부진했지만, 서울호텔과 스테이, 레저 및 기타 등 투숙률 개선과 매출 증가로 전년동기비 실적은 견조한 추세를 지속함.

1Q/23 실적: 부진한 추세 지속 불가피

1분기 연결기준 매출액 1.5조원(+36.2% YoY), 영업이익 132억원(-12.3% YoY)으로 부진한 실적 모멘텀 불가피할 전망. 호텔&레저 부문 호조에도 불구하고, 면세점의 영업이익 둔화 때문임. 면세사업에 대한 구조개선 작업이 진행되고 있음. 그동안 다이고 위주의 영업을 통해 외형확대에는 긍정적이었지만, 수익성에는 부정적 영향을 끼쳐왔음. 이에 따라 다이고에 지급되는 알선수수료 할인을 통해 적정 마진을 확보하고 도매 및 소매고객과의 차별점을 낮춰 투명한 거래구조를 확립할 계획임. 단기적으로는 매출 촉소가 불가피하지만 수익성 개선을 이룰 수 있다는 점을 감안해 긍정적으로 평가함.

기존 BUY 유지, 목표주가 93,000원 소폭 상향 조정

목표주가를 93,000원으로 소폭 상향 조정함. 목표주가는 가치합산방식으로 산출했고, 사업가치 산정시 EV/EBITDA Multiple을 16.8배(최근 5년간 평균치)를 적용함. 동사의 주가는 지난해 11월을 기점으로 향후 실적 호전에 대한 기대감으로 빠른 주가 상승세를 보여왔음. 실적과 기대감이 다소 괴리감이 있는 상황이라, 일정부분 기간조정 이후 실적 확인을 통한 주가 재평가가 가능할 것임.

표 1 호텔신라 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)

	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22E	1Q23E	2Q23E	3Q23E	4Q23E	2021	2022E	2023E
매출액	1,094	1,166	1,362	1,300	1,490	1,459	1,659	1,856	3,779	4,922	6,464
면세점	979	1,010	1,198	1,140	1,361	1,290	1,487	1,689	3,344	4,326	5,826
호텔&레저	116	156	164	160	130	168	173	167	435	596	638
매출총이익	493	543	620	575	651	667	751	819	1,723	2,231	2,887
영업이익	15	43	27	-7	13.2	46	47	36	119	78	144
면세점	13	15	1	-20	7	15	20	23	132	8	65
호텔&레저	2	28	26	13	7	31	28	14	-13	70	79
세전이익	-8	29	15	-96	-7	26	27	21	48	-60	66
순이익	-8	25	14	-81	-4	14	15	12	27	-50	37
수익성 (%)											
GPM	45.0	46.6	45.5	44.3	43.7	45.7	45.2	44.1	45.6	45.3	44.7
OPM	1.4	3.7	2.0	-0.5	0.9	3.2	2.9	2.0	3.1	1.6	2.2
면세점	1.3	1.5	0.1	-1.7	0.5	1.2	1.3	1.4	3.9	0.2	1.1
호텔&레저	2.0	18.2	15.8	8.1	5.0	18.4	16.0	8.1	-3.0	11.7	12.3
RPM	-0.7	2.5	1.1	-7.4	-0.5	1.7	1.6	1.1	1.3	-1.2	1.0
NPM	-0.7	2.1	1.0	-6.2	-0.3	1.0	0.9	0.6	0.7	-1.0	0.6
성장성 (% YoY)											
매출액	50.5	22.3	40.6	15.0	36.2	25.1	21.8	42.8	18.5	30.2	31.3
면세점	54.7	19.3	39.7	13.2	39.1	27.8	24.1	48.1	19.4	29.4	34.7
호텔&레저	22.3	45.7	47.7	30.5	12.0	8.0	5.2	4.6	12.7	36.9	7.1
영업이익	-43.2	-6.9	27.5	적전	-12.3	7.6	78.3	흑전	흑전	-34.3	83.7
면세점	-69.5	-68.7	-97.0	적전	-47.1	4.7	3,207.3	흑전	흑전	-93.6	665.8
호텔&레저	흑전	흑전	2,788.9	580.0	174.0	9.2	6.1	5.4	적지	흑전	12.9
세전이익	적전	51.0	흑전	적전	-4.6	-12.9	82.3	흑전	흑전	적전	흑전
순이익	적지	103.6	흑전	적전	-45.3	-41.2	7.2	흑전	흑전	적전	흑전
주요가정											
GDP성장률 (실질, YoY)	3.0	2.9	3.1	1.5	1.4	1.0	1.4	2.3	4.2	2.6	1.5
민간소비 (YoY)	4.3	4.0	3.9	4.4	3.3	2.1	1.4	1.7	3.7	4.2	2.1
소비자물가상승률	3.8	5.4	5.9	5.2	4.8	3.2	2.6	2.3	2.5	5.1	3.2

자료: 호텔신라, 흥국증권 리서치센터

표 2 호텔신라 적정주가가치 산출 근거

(단위: 십억원, 천주, 원, %)

	2023E	2024E	12M Forward	비고
1. 사업가치	4,555	4,739	4,571	
EBITDA	262	272		
EV/EBITDA	17.4	17.4		최근 5년간 평균(16.8배) 적용
2. 투자자산가치	599	623	601	
투자유가증권	27	29		순자산가액 대비 30% 할인 적용
기타투자자산 등	571	595		순자산가액 대비 30% 할인 적용
3. 기업가치 (=1+2)	5,154	5,362	5,172	
4. 순차입금	1,271	1,255	1,270	
5. 비지배주주지분	0	0	0	
6. 적정시가총액 (=3-4-5)	3,883	4,107	3,901	
발행주식수	40,000	40,000	40,000	
적정주가 (원)	92,487	97,902	92,939	
현재주가	80,500	80,500	80,500	
상승여력 (%)	14.9	21.6	15.5	

자료: 호텔신라, 흥국증권 리서치센터

표 3 호텔신라 판매 방법 및 전략

	구분	상세
판매 경로	면세	내방 고객 판매, 여행사 및 프리랜서를 통한 판촉, 판매사원을 통한 판촉, 인터넷 및 모바일 쇼핑몰을 통한 판촉
	호텔	고객의 직접 예약에 의한 객실 예약, 거래선을 통한 예약, 해외 사무소를 통한 예약, 해외 예약망을 통한 예약, 판매사원 및 여행사를 통한 예약
판매방법	면세점	수입품 및 토산품 판매
	호텔	객실 및 식음 상품 판매
판매전략	면세점 및 호텔	마케팅, 판촉, 홍보 팀 등 사내 전담 부서를 통해 고객, 거래선, 여행사 관리
		면세: 마케팅 팀을 통한 면세판촉 등 서울호텔: 마케팅 팀을 통한 객실예약/판촉, 연회, 마케팅전략 등 제주호텔: 마케팅 팀을 통한 서울/부산 사무소 등

자료: 호텔신라, 흥국증권 리서치센터

표 4 호텔신라 국내 영업장 현황 (요약)

구분(단위: m ² , 명)	소재지	토지	건물	종업원 수	비고	
서울	면세점	서울 중구	91,681	83,051	50	소유
	호텔	서울 중구			773	소유
제주	면세점	제주 제주시	3,499	11,551	53	소유
	호텔	제주 서귀포	87,283	56,126	370	소유
공항면세점 (3개)	인천, 제주, 김포	-	3,089	32	임차	
신라스테이 (13개)	경기, 화성 외 12곳	-	268,779 및 위탁	328	임차, 위탁운영	
기타 (거제호텔, CFC 등 53개)	서울, 경기 등	-	23,688 및 위탁	241	임차, 위탁운영	

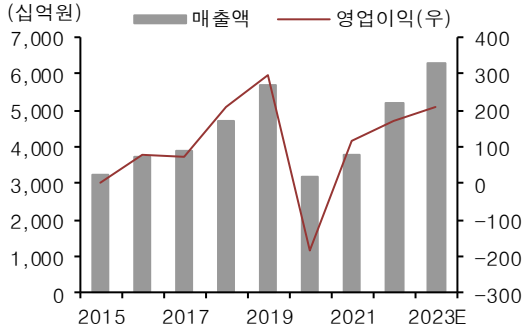
자료: 호텔신라, 흥국증권 리서치센터

표 5 호텔신라 해외 영업장 현황 (요약)

구분	소재지	면적	종업원 수	비고
Samsung Hospitality America Inc.	미국 산호세	295	13	임차
Samsung Hospitality U.K. Ltd.	영국 서리	68	8	
Samsung Hospitality Europe GMBH	독일 프랑크푸르트	24	6	
Shilla Travel Retail Pte. Ltd.	싱가포르	8,176	460	
Shilla Travel Retail Hong Kong Limited	중국 홍콩	3,335	467	
Samsung Shilla Business Service Beijing Co., Ltd.	중국 북경	212	17	
Samsung Hospitality Vietnam Co., Ltd	베트남 하노이	275	16	
Samsung Hospitality Philippines Inc.	필리핀 마닐라	95	13	
Samsung Hospitality India Pvt. Ltd.	인도 구르가온	485.1	19	
Samsung Hospitality Romania S.R.L.	루마니아 부카레스트	143	5	
Tianjin Samsung International Travel Service Co., LTD	중국 천진	418	34	
Shilla Retail Limited	중국 마카오	1,122	95	

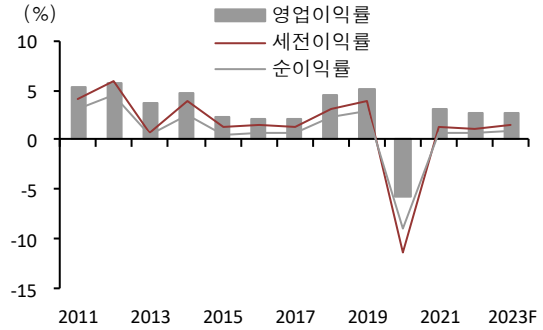
자료: 호텔신라, 흥국증권 리서치센터

그림 1 매출액과 영업이익 전망



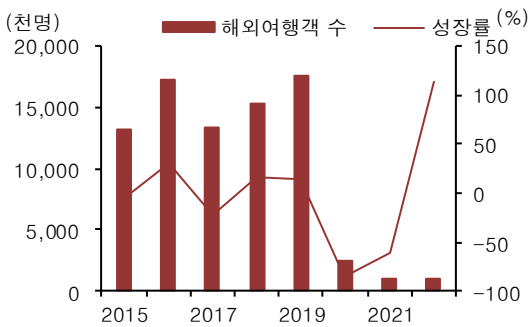
자료: 호텔신라, 흥국증권 리서치센터

그림 2 수익성 추이 및 전망



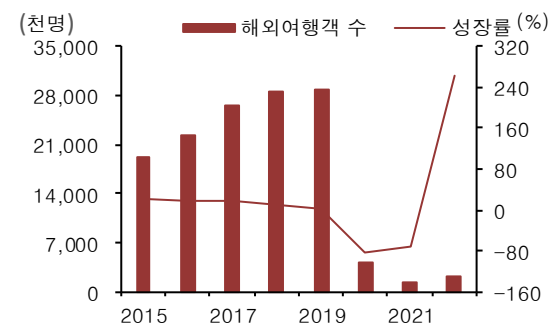
자료: 호텔신라, 흥국증권 리서치센터

그림 3 입국 해외여행객 수 및 성장률



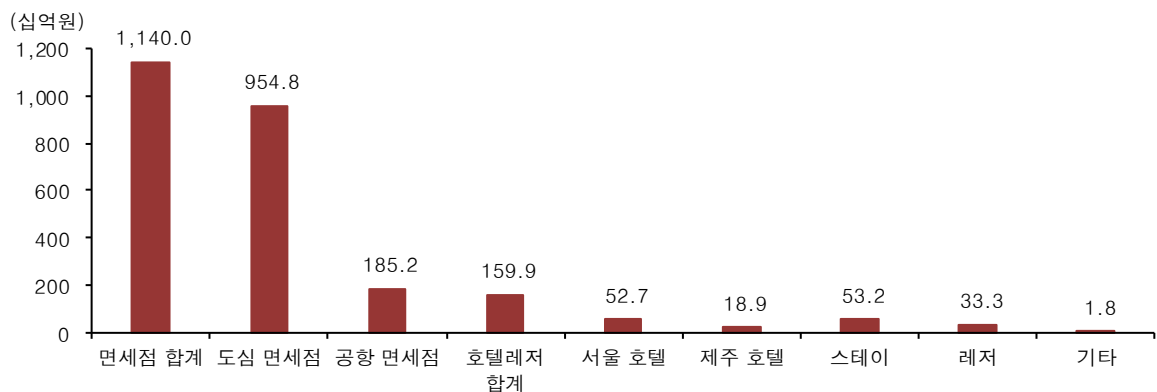
자료: 한국문화관광연구원, 흥국증권 리서치센터

그림 4 출국 해외여행객 수 및 성장률



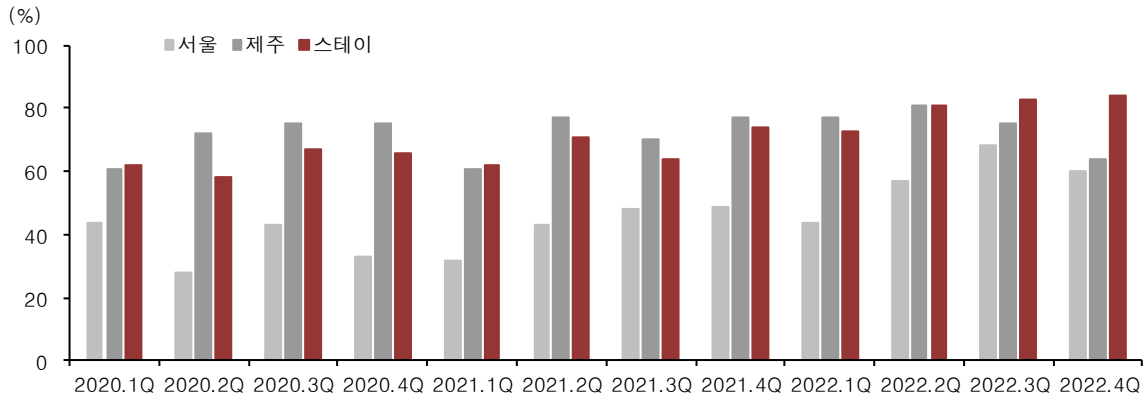
자료: 한국문화관광연구원, 흥국증권 리서치센터

그림 5 호텔신라 22년 4분기 매출액 비중



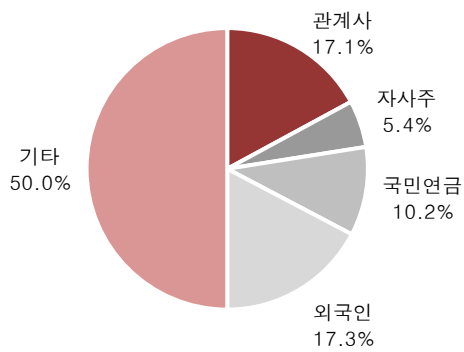
자료: 호텔신라, 흥국증권 리서치센터

그림 6 호텔신라 분기 투숙률



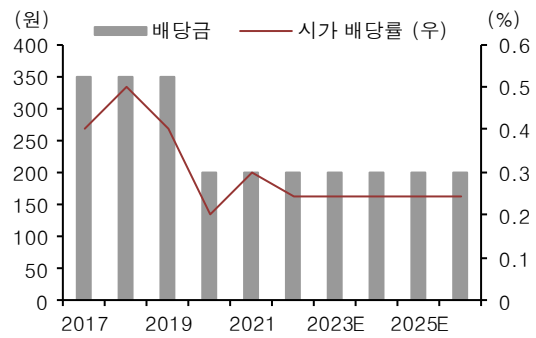
자료: 호텔신라, 흥국증권 리서치센터

그림 7 호텔신라 지분현황 (2022년 12월 31일 보통주 기준)



자료: 호텔신라, 흥국증권 리서치센터

그림 8 호텔신라 주당 배당금 추이



자료: 호텔신라, 흥국증권 리서치센터

그림 9 '온 유어 신라스테이 시즌 5' 패키지 출시



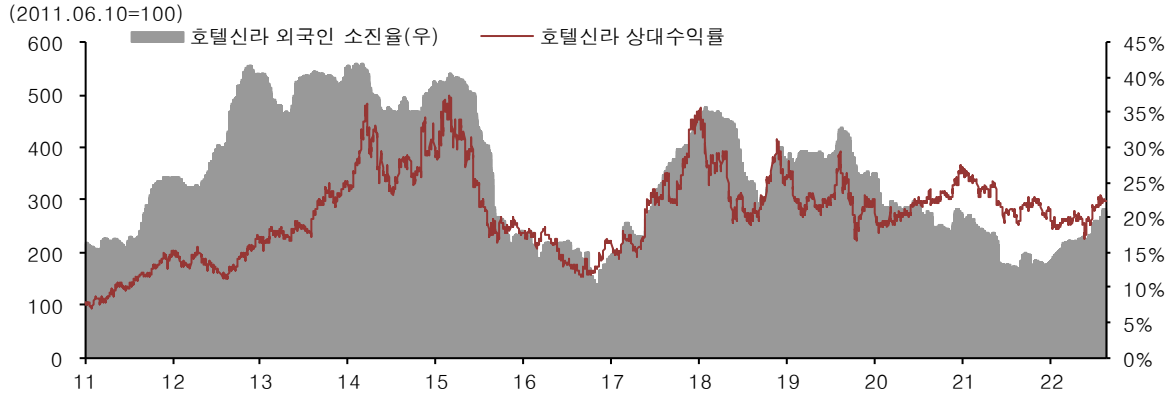
자료: 호텔신라, 흥국증권 리서치센터

그림 10 신라모노그램 강릉 조감도



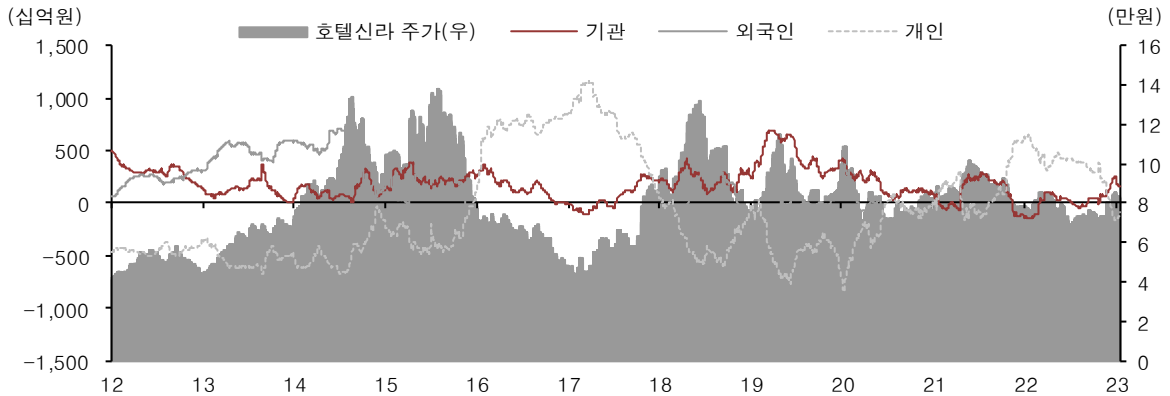
자료: 호텔신라, 흥국증권 리서치센터

그림 11 호텔신라 외국인 지분을 및 주가 추이



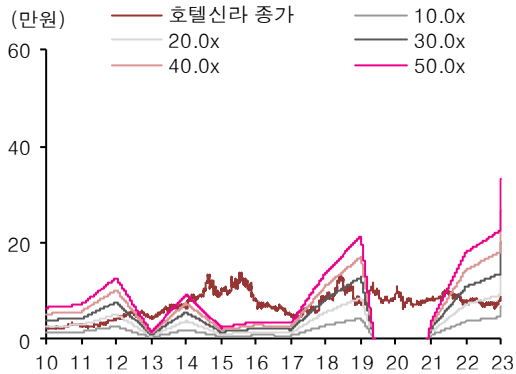
자료: DataGuide, 흥국증권 리서치센터

그림 12 호텔신라 수급 동향



자료: DataGuide, 흥국증권 리서치센터

그림 13 호텔신라 12개월 Forward PER Band



자료: DataGuide, 흥국증권 리서치센터

그림 14 호텔신라 12개월 Forward PBR Band



자료: DataGuide, 흥국증권 리서치센터

포괄손익계산서

(단위:십억원)

결산기	2020	2021	2022E	2023E	2024E
매출액	3,188	3,779	4,922	6,464	6,751
증가율 (Y-Y,%)	(44.2)	18.5	30.2	31.3	4.4
영업이익	(185)	119	78	144	162
증가율 (Y-Y,%)	적전	흑전	(34.1)	83.3	13.2
EBITDA	39	246	203	262	272
영업외손익	(175)	(71)	(121)	(78)	(76)
순이자수익	(37)	(33)	(34)	(49)	(47)
외화관련손익	(11)	(6)	(7)	0	0
지분법손익	0	0	0	0	0
세전계속사업손익	(361)	48	(60)	66	86
당기순이익	(283)	27	(50)	37	49
지배기업당기순이익	(283)	27	(50)	37	49
증가율 (Y-Y,%)	적전	흑전	적전	흑전	31.3
3 Yr CAGR & Margins					
매출액증가율(3Yr)	(3.2)	(7.1)	(4.9)	26.6	21.3
영업이익증가율(3Yr)	n/a	(17.2)	(35.8)	n/a	11.0
EBITDA증가율(3Yr)	(35.6)	(4.6)	(26.6)	89.2	3.4
순이익증가율(3Yr)	n/a	(37.4)	n/a	n/a	21.7
영업이익률(%)	(5.8)	3.1	1.6	2.2	2.4
EBITDA마진(%)	1.2	6.5	4.1	4.1	4.0
순이익률 (%)	(8.9)	0.7	(0.7)	0.6	0.7
NOPLAT	(134)	67	57	81	92
(+) Dep	224	128	125	118	110
(-) 운전자본투자	(4)	115	(79)	113	19
(-) Capex	48	22	53	78	81
OpFCF	46	58	207	9	101

재무상태표

(단위:십억원)

결산기	2020	2021	2022E	2023E	2024E
유동자산	1,164	1,087	1,154	1,364	1,398
현금성자산	388	261	349	225	193
매출채권	136	178	204	291	308
재고자산	620	626	573	819	866
비유동자산	1,730	1,569	1,436	1,428	1,434
투자자산	1,051	937	822	855	890
유형자산	625	590	582	552	530
무형자산	54	42	32	21	14
자산총계	2,894	2,656	2,590	2,792	2,832
유동부채	775	1,012	1,079	1,280	1,306
매입채무	520	454	507	724	767
유동성이자부채	162	463	472	452	432
비유동부채	1,495	1,068	1,097	1,069	1,041
비유동이자부채	1,470	1,041	1,072	1,044	1,016
부채총계	2,270	2,080	2,176	2,349	2,348
자본금	200	200	200	200	200
자본잉여금	197	197	197	197	197
이익잉여금	342	289	231	260	301
자본조정	(115)	(109)	(213)	(213)	(213)
자기주식	(104)	(104)	(104)	(104)	(104)
자본총계	624	577	414	444	485
투하자본	1,772	1,775	1,572	1,676	1,699
순차입금	1,244	1,243	1,196	1,271	1,255
ROA	(8.8)	1.0	(1.9)	1.4	1.7
ROE	(36.7)	4.5	(10.1)	8.7	10.5
ROIC	(7.3)	3.8	3.4	5.0	5.4

주요투자지표

(단위:십억원, 원)

결산기	2020	2021	2022E	2023E	2024E
Per share Data					
EPS	(7,226)	685	(1,358)	995	1,309
BPS	15,588	14,411	10,349	11,087	12,116
DPS	200	200	200	200	200
Multiples(x,%)					
PER	(11.4)	113.9	(61.0)	83.3	63.3
PBR	5.3	5.4	8.0	7.5	6.8
EV/ EBITDA	117.3	17.7	22.1	17.5	16.7
배당수익율	0.2	0.3	0.2	0.2	0.2
PCR	62.0	12.6	n/a	21.3	20.9
PSR	1.0	0.8	0.7	0.5	0.5
재무건전성 (%)					
부채비율	363.8	360.5	525.5	529.6	484.4
Net debt/Equity	199.3	215.5	288.9	286.7	259.0
Net debt/EBITDA	3,218.9	504.3	588.1	485.7	460.9
유동비율	150.1	107.5	107.0	106.6	107.0
이자보상배율	n/a	3.6	2.3	2.9	3.5
이자비용/매출액	1.4	1.1	0.9	0.8	0.8
자산구조					
투하자본(%)	55.2	59.7	57.3	60.8	61.1
현금+투자자산(%)	44.8	40.3	42.7	39.2	38.9
자본구조					
차입금(%)	72.3	72.3	78.9	77.1	74.9
자기자본(%)	27.7	27.7	21.1	22.9	25.1

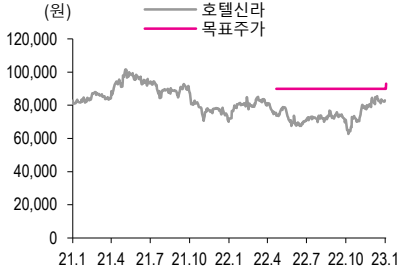
주) 재무제표는 연결기준으로 작성

현금흐름표

(단위:십억원)

결산기	2020	2021	2022E	2023E	2024E
영업현금	(52)	42	(4)	43	139
당기순이익	(283)	27	(50)	37	49
자산상각비	224	128	125	118	110
운전자본증감	(63)	(207)	8	(113)	(19)
매출채권감소(증가)	95	(15)	20	(87)	(17)
재고자산감소(증가)	218	(2)	67	(245)	(48)
매입채무증감(감소)	(294)	29	(33)	217	42
투자현금	(260)	134	(79)	(115)	(120)
단기투자자산감소	4	1	(2)	(4)	(5)
장기투자증권감소	(76)	0	(0)	(2)	(2)
설비투자	(48)	(22)	(53)	(78)	(81)
유무형자산감소	2	28	0	0	0
재무현금	48	(180)	67	(56)	(56)
차입금증가	82	(151)	88	(48)	(48)
자본증가	0	0	0	0	0
배당금지급	(13)	(8)	(8)	(8)	(8)
현금 증감	(268)	3	(2)	(128)	(36)
총현금흐름(Gross CF)	53	248	(12)	156	159
(-) 운전자본증감(감소)	(4)	115	(79)	113	19
(-) 설비투자	48	22	53	78	81
(+) 자산매각	2	28	0	0	0
Free Cash Flow	11	139	13	(35)	58
(-) 기타투자	76	(0)	0	2	2
잉여현금	(65)	139	12	(36)	57

호텔신라 - 주가 및 당사 목표주가 변경



최근 2년간 당사 투자이건 및 목표주가 변경

날짜	투자의건	적정가격(원)	평균주가 괴리율(%)	최고(최저)주가 괴리율(%)
2022-05-19	담당자변경			
2022-05-19	Buy	90,000		
2022-09-29	Buy	90,000		
2023-01-31	Buy	93,000		

투자의건(향후 12개월 기준)

기업	Buy(매수): 15% 이상 Hold(중립): -15% ~15% Sell(매도): -15% 이하	산업	OVERWEIGHT (비중확대): 향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 5% 이상 상승 예상 NEUTRAL (중립): 향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률과 유사한 수준(± 5%) 예상 UNDERWEIGHT (비중축소): 향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 5% 이상 하락 예상
		산업	

최근 1년간 조사분석자료의 투자등급 비율 (2022년 12월 31일 기준)

Buy (96.2%)	Hold (3.8%)	Sell (0.0%)
-------------	-------------	-------------

Compliance Notice

- 당사는 보고서 제공시점 현재 상기 종목을 1% 이상 보유하고 있지 않으며, 동 보고서를 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 조사분석 담당자 및 그 배우자 등 관련자는 상기 종목의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 보고서 제공시점 기준으로 지난 6개월간 상기 종목의 유가증권 발행에 주간사로 참여한 사실이 없습니다.
- 본 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

본 보고서는 당사 고객들의 투자에 관한 정보를 제공할 목적으로 당사 고객에 한하여 배포되는 자료입니다. 본 보고서의 내용은 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사가 그 신뢰성이나 완전성을 보증하는 것이 아닙니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 보고서가 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 또한 본 보고서의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 동의없이 무단 복제, 대어, 전송, 변형 및 배포 될 수 없습니다.

흥국씨앗체

흥국씨앗체는 흥국의 기업철학 모티브를 반영한 글씨체로서, 세계 3대 디자인상인 독일 '2015 if 디자인 어워드'에서 커뮤니케이션 분야 브랜드 아이덴티티 부문 본상을 수상하였습니다. 친근하고 희망적인 느낌의 흥국씨앗체는 고객존중과 으뜸을 지향하는 흥국의 아이덴티티를 부각시킵니다.



<http://www.heungkuksec.co.kr>

- 주소 (본사) 서울시 영등포구 국제금융로 2길 32 (여의도파이낸스타워 14층)
(리서치센터) 서울시 영등포구 국제금융로 2길 32 (여의도파이낸스타워 6층)
- 전화번호 영업부 대표 02)6742-3635
- 팩스 영업부 대표 02)739-6286