

호텔신라(008770)

1Q23 Preview: 중국향 훈풍은 호신으로 대응

23년 1분기 영업이익은 컨센서스를 23% 상회할 전망

2023년 1분기 연결기준 매출액은 9,715억원(-11.2% YoY), 영업이익은 209억원(+38.0% YoY)으로 매출은 컨센서스를 12% 하회하지만, 영업이익은 23% 상회할 전망이다. 2023년 1분기에는 2022년 납입했던 면세점 특허수수료 환입이 발생하여 영업이익에 영향을 미친다. 특허수수료 환입을 제외해도 면세 사업은 영업이익 흑자를 기록할 전망이다, 이는 송객수수료가 전분기 대비 소폭 하락(전분기 대비 약 5~10% 수준 하락 추정)했기 때문이다.

중국향 훈풍을 즐기는 가장 안전한 방법

인천공항 면세 사업권에 대하여 예비 입찰 결과가 발표되며 관련한 불확실성이 해소되었다. 관세청의 그룹 내 중복 낙찰 금지 조항에 따라서 호텔신라와 신세계는 동일한 카테고리(화장품/향수/주류 등)를 운영하게 된다. 이번 신규 사업자가 납부하는 합산 연간 임차 금액(약 8,500억원~8,700억원 수준)은 2018~19년(약 1조~1.5조원 추정) 대비 줄어들었다고 추정하기 때문에 호텔신라를 포함한 참여자 모두에게 긍정적이다. 호텔신라의 1분기 실적은 부진하지만, 송객수수료 인하로 하반기부터 본격적인 수익성 개선이 이루어진다는 점을 고려 시 중국향 훈풍을 즐기는 가장 안전한 방법이다.

양호한 주가 흐름을 이어갈 전망

호텔신라에 대하여 투자의견 매수와 목표주가 110,000원(12MF PER 20.3x)을 유지한다. 연초 시장의 기대와 달리 파이공 매출은 1분기에 큰 회복을 보이지 못했다. 이는 작년의 부진한 광군제 등에 따라 중국 로컬 화장품사/유통사에 재고가 쌓였기 때문이다. 국내외 화장품사의 평균 재고소진 일수가 120~150일임을 고려 시 파이공의 매출은 4월 초~중순부터 본격적으로 회복세를 보일 전망이다. 호텔 부문의 비용 구조는 코로나19를 겪으면서 개선되었다(매출 대비 매출원가/판매비비중 19년 94.4% vs. 22년 88.3%). 체질 개선 효과가 이어지며 2023년 호텔 부문의 영업이익률은 9.7%로 2019년 5.6%보다 높은 수준을 달성할 전망이다.

	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	5,791	238	142	3,740	NM	361	22.0	10.8	4.1	22.9	0.2
2024F	7,570	339	221	5,849	56.4	462	14.1	7.4	3.2	27.2	0.2
2025F	8,951	393	271	7,166	22.5	515	11.5	5.9	2.5	25.3	0.2

주: 순이익, EPS 등은 지배주주지분 기준

매수(유지)

목표주가: 110,000원(유지)

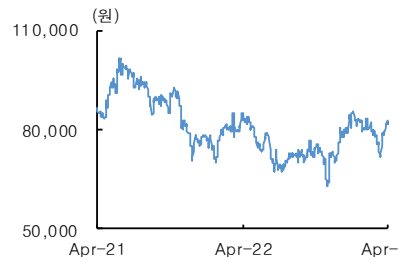
Stock Data

KOSPI(4/6)	2,459
주개(4/6)	81,400
시가총액(십억원)	3,195
발행주식수(백만)	39
52주 최고/최저가(원)	85,500/62,700
일평균거래대금(6개월, 백만원)	27,763
유동주식비율/외국인지분율(%)	77.2/19.0
주요주주(%)	삼성생명보험 외 5인 17.3
	국민연금공단 10.0

주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	3.8	8.8	(4.3)
KOSPI 대비(%p)	4.0	(1.1)	5.7

주가추이



자료: FnGuide

김명주

myoungjoo.kim@koreainvestment.com

전예원

yw.jeon@koreainvestment.com

<표 1> 호텔신라 23년 1분기 실적 추정

(단위: 십억원, %, %p)

	1Q22	4Q22	1Q23F		성장률	
			당사 추정치	컨센서스	YoY	QoQ
매출액	1,094	1,300	971	1,096	(11.2)	(25.3)
영업이익	15	(7)	21	17	38.0	NM
영업이익률(%)	1	(1)	2.2	1.5	0.8	2.7
순이익	(8)	(81)	6	0.3	NM	NM

주: 컨센서스에 특허수수료 환입 비용이 일부만 반영되었다고 추정
 자료: Dataguide, 한국투자증권

<표 2> 호텔신라 연간 실적 추정 변경

(단위: 십억원, %, %p)

	변경 전		변경 후		변동률		사유
	2023F	2024F	2023F	2024F	2023F	2024F	
매출	6,148	8,089	5,791	7,570	(5.8)	(6.4)	-파이공과 면세 기업간 송객수수료 관련한 갈등이 1분기까지 이어지면서 2023년 면세 사업 영업이익률을 4.0%에서 3.4%(특허수수료 환입 포함)로 하향
영업이익	273	341	238	339	(12.7)	(0.4)	
영업이익률(%)	4.4	4.2	4.1	4.5	(0.3)	0.3	
순이익	184	245	142	221	(23.2)	(9.7)	

자료: 한국투자증권

<표 3> 호텔신라 연결 실적 추정

(단위: 십억원, %)

	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23F	2Q23F	3Q23F	4Q23F	1Q24F	2Q24F	3Q24F	4Q24F	2021	2022	2023F	2024F
매출액	1,094	1,166	1,362	1,300	971	1,315	1,752	1,752	1,669	1,668	2,143	2,090	3,779	4,922	5,791	7,570
면세	979	1,010	1,198	1,140	839	1,160	1,583	1,585	1,505	1,490	1,954	1,910	3,344	4,326	5,168	6,858
시내	897	884	1,053	955	618	911	1,303	1,270	1,131	1,128	1,581	1,552	3,041	3,789	4,101	5,391
공항	82	126	145	185	221	249	281	315	374	362	372	358	303	538	1,066	1,466
호텔/레저	116	156	164	160	133	155	169	167	165	178	189	180	435	596	623	713
매출원가	516	502	573	570	450	603	802	805	773	765	982	961	2,056	2,161	2,660	3,481
원가율(%)	47	43	42	44	46	46	46	46	46	46	46	46	54	44	46	46
판매비	563	621	762	737	513	661	875	857	839	801	1,068	1,045	1,604	2,683	2,905	3,752
영업이익	15	43	27	(7)	21	52	75	90	58	103	93	84	119	78	238	339
면세	13	15	1	(20)	14	35	53	76	47	85	71	76	132	9	177	279
호텔/레저	2	28	26	13	7	17	22	14	11	18	22	10	(13)	70	61	60
세전이익	(8)	29	15	(96)	8	39	62	79	53	98	89	54	48	(60)	189	295
순이익	(8)	25	14	(81)	6	29	47	60	40	73	67	40	27	(50)	142	221
YoY (%)																
매출액	50.5	22.3	40.6	15.1	(11.2)	12.8	28.7	34.8	71.8	26.8	22.3	19.3	18.5	30.2	17.7	30.7
영업이익	(43.0)	(6.8)	27.5	NM	38.0	20.0	182.1	NM	177.8	98.2	23.7	(6.9)	NM	(34.1)	203.7	42.5
순이익	NM	103.6	NM	NM	NM	20.1	233.9	NM	586.9	149.3	42.7	(32.1)	NM	NM	NM	56.3

주 1: 인천공항 최종 입찰 결과(4월말 예상)가 나오지 않았기 때문에 실적 추정에 반영하지 않음

주 2: 2022년 4분기에 19년 10월에 인수한 3sixty(지분 44% 보유) 관련한 잔여 비용을 지급. 약 800억원 수준

주 3: 순이익은 지배주주순이익

자료: 호텔신라, 한국투자증권

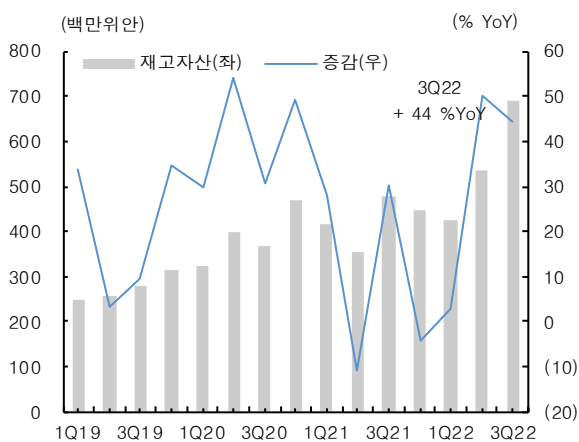
<표 4> 입찰 진행 중인 인천공항 면세(합산) 수익성 추정

(단위: 십억원, %)

GPM 가정	43%	45%	47%	
2019년 인천공항 총매출	2,819	2,819	2,819	- 2019년 인천공항 면세점 매출 24.3억달러(환율 1,160 원 적용)
GPM	1,212	1,269	1,325	(2019년 인천공항 면세점 매출은 면세점 입찰 당시 설명자료에 공개된 금액)
합산임차	850	850	850	- 연간 합산 임차금액 8,500 억원 수준에서 결정될 가능성 높음
임차 제외 판관비	395	395	395	- 2018년(2019년부터 리스회계 적용) 신세계 DF의 총매출액 기준 판관비(임차비 제외) 비율은 16.8%. 시내점 대비 공항은 외국인(타이공 등) 비중이 낮고 수수료 경쟁이 치열하지 않기 때문에 시나리오 작성 시 총매출액 대비 14%를 임차 제외 판관비로 적용
추정 OP	(32)	24	80	
총매출액 대비 OPM	(1.2%)	0.8%	2.8%	

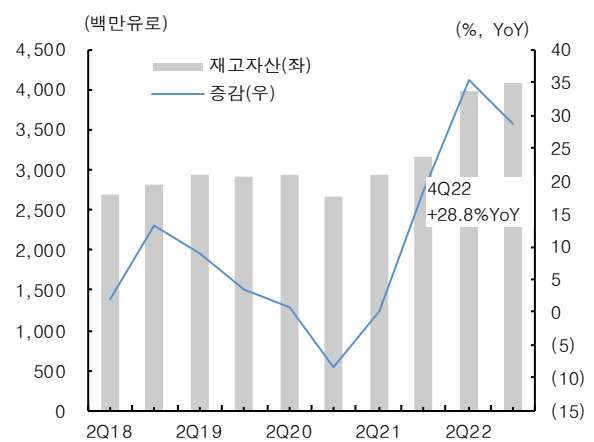
자료: 언론보도, 한국투자증권

[그림 1] 프로야(중국 로컬 화장품사) 재고자산 추이



주: 프로야는 12월 결산 법인이며 FY2022 실적을 아직 발표하지 않음
 자료: Bloomberg, 한국투자증권

[그림 2] 로레알 재고자산 추이



주: 로레알은 반기 기준 실적을 발표하며 12월 결산 법인임
 자료: Bloomberg, 한국투자증권

기업개요

호텔신라는 면세유통과 호텔 사업을 영위하는 서비스 유통기업. 2022년 4분기 말 기준 면세점은 국내 3개(온라인 제외), 해외 4개를 운영 중이며 호텔은 직영 2개, 임차/위탁 16개 운영 중임. 2023년 7월부터 인천공항 T1/T2 면세를 다시 운영할 가능성 높음

손익계산서

(단위: 십억원)

	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
매출액	3,779	4,922	5,791	7,570	8,951
매출원가	2,056	2,161	2,660	3,481	4,109
매출총이익	1,723	2,761	3,131	4,090	4,842
판매관리비	1,604	2,683	2,893	3,751	4,448
영업이익	119	78	238	339	393
영업이익률(%)	3.1	1.6	4.1	4.5	4.4
EBITDA	246	205	361	462	515
EBITDA Margin(%)	6.5	4.2	6.2	6.1	5.8
영업외수익	(71)	(138)	(49)	(44)	(32)
금융수익	10	13	21	25	23
금융비용	42	120	82	57	40
기타영업외손익	(39)	(31)	12	(12)	(15)
관계기업관련손익	0	0	0	0	0
세전계속사업이익	48	(60)	189	295	361
법인세비용	21	(9)	47	74	90
연결당기순이익	27	(50)	142	221	271
지배주주지분순이익	27	(50)	142	221	271
지배주주순이익률(%)	0.7	(1.0)	2.4	2.9	3.0
성장성(% YoY)					
매출 증가율	18.5	30.2	17.7	30.7	18.2
영업이익 증가율	NM	(34.1)	203.7	42.5	16.0
지배주주순이익 증가율	NM	NM	NM	56.3	22.5
EPS 증가율	NM	NM	NM	56.4	22.5
EBITDA 증가율	537.8	(16.9)	76.3	28.1	11.5

현금흐름표

(단위: 십억원)

	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
영업활동현금흐름	42	220	564	847	711
당기순이익	27	(50)	142	221	271
유형자산감가상각비	111	112	108	103	99
무형자산상각비	16	14	15	19	23
자산부채변동	(207)	13	299	501	317
기타	95	131	0	3	1
투자활동현금흐름	134	(81)	(254)	(411)	(341)
유형자산투자	(22)	(54)	(110)	(106)	(101)
유형자산매각	28	0	0	0	0
투자자산순증	133	(31)	(12)	(46)	(31)
무형자산순증	0	0	(21)	(32)	(33)
기타	(5)	4	(111)	(227)	(176)
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	94	193	150
FCF	135	294	394	576	480

주: K-IFRS (연결) 기준

재무상태표

(단위: 십억원)

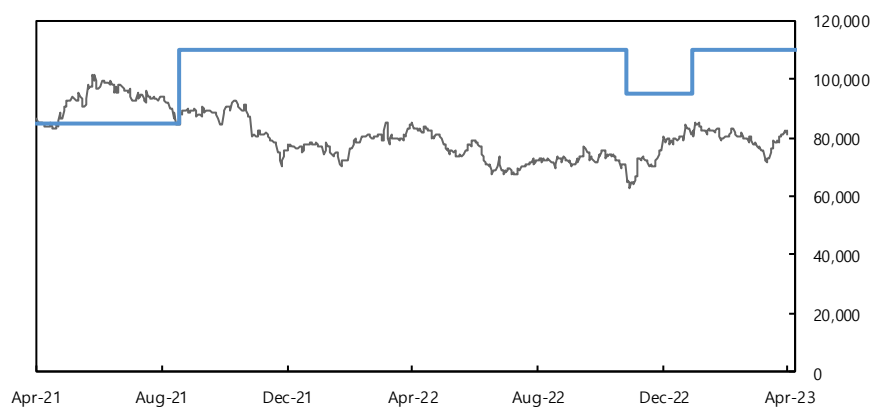
	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
자산총계	2,656	2,939	3,355	4,206	4,866
유동자산	1,087	1,479	1,740	2,275	2,689
현금성자산	243	534	628	821	971
매출채권및기타채권	178	249	294	384	454
재고자산	626	555	654	854	1,010
비유동자산	1,569	1,460	1,615	1,931	2,177
투자자산	274	186	218	286	338
유형자산	590	592	595	597	599
무형자산	42	35	42	54	64
부채총계	2,080	2,399	2,660	3,276	3,652
유동부채	1,012	1,306	1,670	2,362	2,815
매입채무및기타채무	454	590	695	908	1,074
단기차입금및단기사채	4	267	237	195	152
유동성장기부채	300	260	257	171	86
비유동부채	1,068	1,093	990	914	837
사채	549	639	594	572	549
장기차입금및금융부채	492	429	367	304	242
자본총계	577	540	695	930	1,214
지배주주지분	576	540	695	930	1,214
자본금	200	200	200	200	200
자본잉여금	197	197	197	197	197
기타자본	(104)	(104)	(104)	(104)	(104)
이익잉여금	289	242	376	590	853
비지배주주지분	0	0	0	0	0
순차입금	1,243	1,038	715	245	(149)

주요 투자지표

	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
주당지표(원)					
EPS	714	(1,325)	3,740	5,849	7,166
BPS	17,022	16,106	19,981	25,851	32,965
DPS	200	200	200	200	200
수익성(%)					
ROA	1.0	(1.8)	4.5	5.9	6.0
ROE	4.5	(9.0)	22.9	27.2	25.3
배당수익률	0.3	0.2	0.2	0.2	0.2
배당성향	28.1	NM	5.4	3.4	2.8
안정성					
부채비율(x)	360.5	444.4	382.9	352.4	300.8
차입금/자본총계비율(%)	260.6	312.3	212.6	133.6	84.7
이자보상배율(x)	3.0	1.8	5.5	9.0	13.0
순차입금/EBITDA(x)	5.1	5.1	2.0	0.5	(0.3)
Valuation(x)					
PER	109.2	NM	22.0	14.1	11.5
최고	144.3	NM	23.2	14.9	12.1
최저	98.0	NM	18.9	12.1	9.9
PBR	4.6	5.2	4.1	3.2	2.5
최고	6.1	5.3	4.3	3.4	2.6
최저	4.1	3.8	3.5	2.7	2.1
PSR	0.8	0.7	0.6	0.4	0.4
EV/EBITDA	17.3	20.7	10.8	7.4	5.9

투자의견 및 목표주가 변경내역

종목(코드번호)	제시일자	투자의견	목표주가	과리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가대비
호텔신라 (008770)	2020.08.03	매수	85,000원	-0.9	19.4
	2021.08.03	1년경과		6.7	11.1
	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	-	-



■ Compliance notice

- 당사는 2023년 4월 7일 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
- 중립 : 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. 3. 31 기준)

매수	중립	비중축소(매도)
86.5%	13.5%	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
- 중립 : 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 종목들은 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.