



더 많은 리포트 보기

호텔신라 (008770)

1Q23 Review: 기다리던 호실적!

2023년 5월 2일

유통/화장품 Analyst 박신애
02-6114-2930 shinay.park@kbfq.com

목표주가 110,000원으로 10% 상향.
면세 매출액은 1Q23을 바탕으로 QoQ
개선되는 흐름 예상

1Q23 Review: 일회성 이익 130억원을
제외해도 서프라이즈! 모든 사업부문
영업이익이 기대치를 상회

2024년 연결 영업이익 2,704억원 달성
기대, 과거 최대치 (2019년 2,959억원)에
근접할 전망

투자 의견 Buy를 유지하고 목표주가는 110,000원으로 10% 상향한다 (2023년 OP 추정치를 13% 상향함, 2024~25년 추정치 변동폭은 2% 미만으로 미미). 면세 업계의 가격 정책 변화, 지정학적 리스크 등의 불확실성이 상존하나, 면세 부문 (FIT 매출과 中 보따리상 매출 모두) 실적이 1Q23을 바탕으로 QoQ 개선될 것이라 기대감은 유효하다. 매수 관점의 접근을 추천한다.

1Q23 실적은 연결 매출액 7,521억원 (-31% YoY), 영업이익 345억원 (+128% YoY)을 나타냈다 (매출액은 컨센서스를 24% 하회, 영업이익은 컨센서스를 70% 상회함). ① 시내면세점 매출이 63% 하락했는데 실질 성장률은 '시내 면세점 시장 성장률인 -39%'와 유사한 수준으로 추정된다. 이러한 괴리가 발생한 이유는 매출 인식 방식의 변화 (보따리상 할인 수수료의 상당 부분이 '판관비'에서 '매출 차감'으로 이동) 때문으로, 이로 인해 시내면세점 마진이 높아 보이는 착시효과도 나타났다. 1Q23 시내면세점 OPM은 5% 수준으로 추정되는데, 특허수수료 환입 (일회성 이익 130억원) 효과 제거 시 OPM은 1%대로 추정된다. ② **국내/해외 공항 면세점**은 리오프닝 효과로 매출과 영업이익이 모두 QoQ 증가하는 흐름을 이어갔다. 매출액이 48% QoQ (+188억원 QoQ) 성장했는데, 해외 면세점의 매출 증가가 크게 기여한 것으로 추정된다. 영업이익도 60억원 내외 QoQ 증가한 것으로 추정된다. ③ **호텔/레저** 부문은 투숙률 회복에 힘입어 매출액 1,436억원 (+24% YoY), 영업이익 93억원 (+288% YoY)의 호실적을 나타냈다.

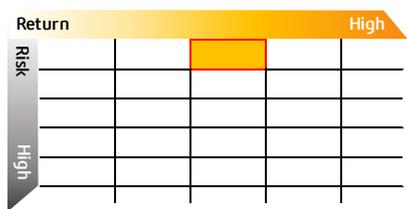
KB증권은 호텔신라의 2024년 영업이익이 2,704억원을 기록하면서, 과거 사상 최대 영업이익인 2,959억원 (2019년)에 근접할 것으로 추정하고 있다. 먼저, ① 국내/해외 공항 면세점의 2024년 손익이 2019년 대비 300억원 가량 개선될 것으로 예상된다. ② 시내면세점의 2024년 영업이익은 올해 대비 167% 증가한 2,015억원으로 전망한다. 다만 이는 2019년 영업이익 (3,002억원 추정)의 2/3에 그치는 수준이다. 시내면세점의 2024~25년 OPM (6% 내외)이 2019년 수준 (9% 내외)을 여전히 미달할 것으로 추정하고 있기 때문인데, 향후 中 보따리상 대상의 할인율이 '완전히' 정상화된다면 실적 추정치가 상향될 수 있는 여지도 존재한다.

Buy 유지

목표주가 (상향, 원)	110,000
Dividend yield* (%)	0.3
Total return (%)	35.3
현재가 (4/28, 원)	81,500
Consensus target price (원)	109,357
시가총액 (조원)	3.2
※ Dividend Yield는 12개월 Forward	

Trading Data				
Free float (%)	77.2			
거래대금 (3m, 십억원)	24.6			
외국인 지분율 (%)	19.6			
주요주주 지분율 (%)	삼성생명보험 외 5인 17.3			
	국민연금공단 10.4			
Stock Price Performance (Total Return 기준)				
주가상승률 (%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	3.4	-1.7	14.6	0.5
시장대비 상대수익률	0.6	-2.5	2.1	4.7

Risk & Total Return (annualized over three years)



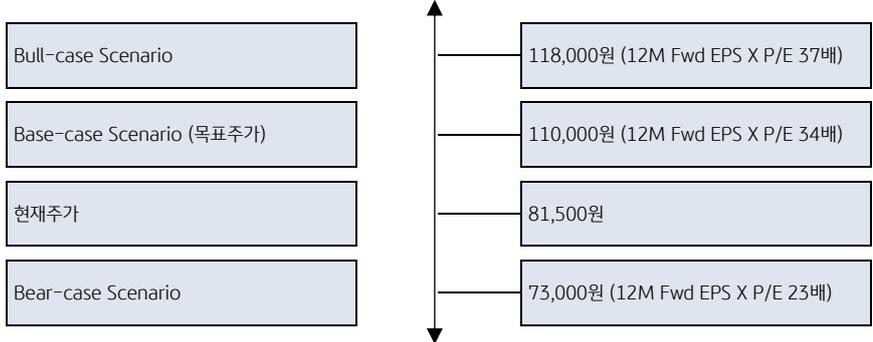
Stock Price & Relative Performance



자료: 호텔신라, KB증권

Earnings Forecast & Valuation				
결산기말	2022A	2023E	2024E	2025E
매출액 (십억원)	4,922	4,230	6,196	6,899
영업이익 (십억원)	78	157	270	309
지배주주순이익 (십억원)	-50	97	183	217
EPS (원)	-1,254	2,433	4,582	5,437
증감률 (%)	적전	흑전	88.3	18.7
P/E (x)	N/A	33.5	17.8	15.0
EV/EBITDA (x)	20.5	15.3	10.5	9.2
P/B (x)	6.2	5.2	4.1	3.2
ROE (%)	-9.0	16.7	25.6	24.0
배당수익률 (%)	0.2	0.3	0.3	0.4

투자의견과 위험요소 점검



Base-case Scenario: 향후 추가 동인

- 1) 국내 면세 매출 2022~25E CAGR +6%
- 2) 해외 면세 매출 2022~25E CAGR +49%

Bull-case Scenario: 목표주가를 상회할 위험요소

- 1) 국내 면세 매출 2022~25E CAGR이 +6% 상회
- 2) 해외 면세 매출 2022~25E CAGR이 +49% 상회

Bear-case Scenario: 목표주가를 하회할 위험요소

- 1) 국내 면세 매출 2022~25E CAGR이 +6% 하회
- 2) 해외 면세 매출 2022~25E CAGR이 +49% 하회

실적추정 변경

(십억원, %)	수정 전		수정 후		변동률	
	2023E	2024E	2023E	2024E	2023E	2024E
매출액	4,963.5	6,877.7	4,230.0	6,195.6	-14.8	-9.9
영업이익	139.0	264.0	156.7	270.4	12.8	2.4
순이익 (지배)	82.0	181.1	97.3	183.3	18.7	1.2

자료: KB증권 추정

컨센서스 비교

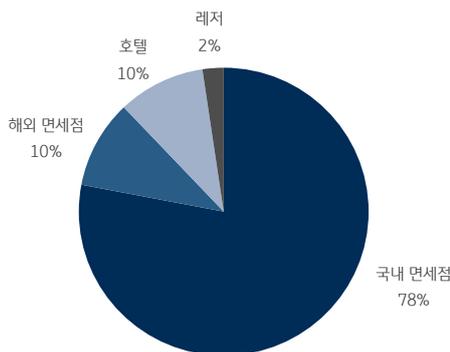
(십억원, %)	KB증권		컨센서스		차이	
	2023E	2024E	2023E	2024E	2023E	2024E
매출액	4,230.0	6,195.6	5,705.4	6,601.2	-25.9	-6.1
영업이익	156.7	270.4	209.0	300.6	-25.0	-10.0
순이익 (지배)	97.3	183.3	120.8	193.8	-19.4	-5.4

자료: FnGuide, KB증권 추정

밸류에이션 및 목표주가 산정 기준

- 1) 밸류에이션 사용기준: SOTP Valuation
- 2) 목표주가 산정: 면세점 부문 EBITDA에 목표 EV/EBITDA 17.1배, 호텔/레저 부문 EBITDA에 목표 EV/EBITDA 14.7배를 각각 적용한 영업가치와 관계회사 자산 가치를 합산해 산출
- 3) 목표주가의 업사이드 ~ 다운사이드: 118,000원 ~ 73,000원
- 4) 목표주가 도달 시 밸류에이션: 12M Fwd Implied P/E 34.4배, P/B 6.41배

매출액 구성 (%)



자료: 호텔신라, KB증권

주: 2022년 기준

실적 민감도 분석

(%)	EPS 변동률	
	2023E	2024E
금리 1%p 상승 시	-1.15	-1.10
환율 1% 상승 시	-0.40	-0.40

PEER 그룹 비교

(십억원, X, %)	시가총액	12M Fwd P/E	EPS 2-yr CAGR	12M Fwd P/B	12M Fwd ROE	12M Fwd EV/EBITDA	EBITDA 2-yr CAGR
호텔신라	3,198.7	26.0	N/A	4.75	18.3	13.4	36.6
신세계	2,028.1	4.6	19.0	0.45	9.8	4.1	5.4
현대백화점	1,209.9	5.0	39.8	0.25	5.0	4.4	14.4

자료: KB증권 추정

표 1. 호텔신라: 연결 기준 1Q23 실적

(십억원)	1Q23P	1Q22	YoY (%)	4Q22	QoQ (%)	컨센서스	차이 (%)	KB 증권	차이 (%)
매출액	752.1	1,094.4	-31.3	1,299.9	-42.1	987.5	-23.8	978.2	-23.1
영업이익	34.5	15.1	128.0	-6.7	흑전	20.4	69.6	14.4	139.7
세전이익	64.0	-7.8	흑전	-95.7	흑전	6.0	958.9	6.6	865.4
순이익	53.2	-7.7	흑전	-81.0	흑전	3.8	1,300.3	5.0	956.8
영업이익률 (%)	4.6	1.4		-0.5		2.1		1.5	
세전이익률 (%)	8.5	-0.7		-7.4		0.6		0.7	
순이익률 (%)	7.1	-0.7		-6.2		0.4		0.5	

자료: 호텔신라, FnGuide, KB증권 추정

표 2. 호텔신라: 실적 추정 변경 내역

(십억원)	변경 전			변경 후			변경률 (%)			
	2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E	
매출액	4,963.5	6,877.7	7,634.2	4,230.0	6,195.6	6,899.2	-14.8	-9.9	-9.6	
영업이익	139.0	264.0	302.9	156.7	270.4	309.4	12.8	2.4	2.2	
세전이익	107.8	238.3	283.0	127.0	241.1	286.1	17.7	1.2	1.1	
순이익 (지배)	82.0	181.1	215.1	97.3	183.3	217.5	18.7	1.2	1.1	
EPS (원)	2,088	4,614	5,479	2,480	4,670	5,541	18.7	1.2	1.1	
YoY (%)	매출액	0.8	38.6	11.0	-14.1	46.5	11.4			
	영업이익	77.4	90.0	14.7	100.0	72.5	14.5			
	세전이익	흑전	120.9	18.8	흑전	89.9	18.7			
	순이익 (지배)	흑전	120.9	18.8	흑전	88.3	18.7			
	EPS	흑전	120.9	18.8	흑전	88.3	18.7			
영업이익률 (%)		2.8	3.8	4.0	3.7	4.4	4.5			
세전이익률 (%)		2.2	3.5	3.7	3.0	3.9	4.1			
순이익률 (지배, %)		1.7	2.6	2.8	2.3	3.0	3.2			

자료: 호텔신라, KB증권 추정

주: 2023년 4월 10일 추정치 대비 변경 내역임

표 3. 호텔신라: 분기 실적 추이 및 전망 (연결 기준)

(십억원)	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23P	2Q23E	3Q23E	4Q23E	2021	2022	2023E	2024E	2025E
연결 매출액	1,094.4	1,165.9	1,361.8	1,299.9	752.1	998.5	1,177.3	1,302.1	3,779.1	4,922.0	4,230.0	6,195.6	6,899.2
면세점	978.5	1,010.1	1,197.7	1,140.0	608.5	838.5	1,012.5	1,142.2	3,343.8	4,326.3	3,601.7	5,540.8	6,223.3
국내	903.5	905.1	1,067.7	972.6	368.5	580.5	733.5	845.2	3,056.9	3,848.9	2,527.7	4,159.8	4,634.3
해외	75.0	105.0	130.0	167.4	240.0	258.0	279.0	297.0	286.9	477.4	1,074.0	1,381.0	1,589.0
호텔/레저	115.9	155.8	164.1	159.9	143.6	160.1	164.8	159.9	435.2	595.7	628.3	654.8	675.8
호텔	94.5	127.4	131.4	126.6	109.8	127.4	131.4	126.6	344.8	479.9	495.2	515.0	530.5
레저	21.4	28.4	32.7	33.3	33.8	32.7	33.4	33.3	90.4	115.8	133.1	139.8	145.4
YoY (%)													
연결 매출액	50.5	22.3	40.6	15.1	-31.3	-14.4	-13.6	0.2	18.5	30.2	-14.1	46.5	11.4
면세점	54.7	19.3	39.7	13.2	-37.8	-17.0	-15.5	0.2	19.3	29.4	-16.7	53.8	12.3
국내	59.2	16.7	35.5	5.1	-59.2	-35.9	-31.3	-13.1	21.2	25.9	-34.3	64.6	11.4
해외	15.4	48.7	86.8	104.8	220.0	145.7	114.6	77.4	2.4	66.4	125.0	28.6	15.1
호텔/레저	22.4	45.7	47.7	30.5	23.9	2.7	0.4	0.0	12.7	36.9	5.5	4.2	3.2
호텔	42.5	45.4	45.0	26.2	16.2	0.0	0.0	0.0	18.3	39.2	3.2	4.0	3.0
레저	-24.6	47.2	59.5	50.0	57.9	15.0	2.0	0.0	-4.7	28.1	15.0	5.0	4.0
매출총이익	578.0	664.0	789.1	729.9	449.9	628.6	752.8	822.3	1,722.7	2,760.9	2,653.5	4,276.9	5,207.9
YoY (%)	94.0	64.9	76.8	26.7	-22.2	-5.3	-4.6	12.7	57.3	60.3	-3.9	61.2	21.8
매출총이익률 (%)	52.8	57.0	57.9	56.2	59.8	63.0	63.9	63.2	45.6	56.1	62.7	69.0	75.5
연결 영업이익	15.1	43.2	26.6	-6.7	34.5	37.2	44.5	40.4	118.8	78.3	156.7	270.4	309.4
면세점	12.7	14.8	0.6	-19.6	25.2	19.6	19.8	29.2	131.9	8.5	93.9	201.6	238.5
국내	6.7	8.0	0.1	-17.6	22.2	17.0	17.6	27.4	104.4	-2.8	84.3	195.8	235.7
해외	6.0	6.8	0.5	-2.0	3.0	2.6	2.2	1.8	27.5	11.3	9.6	5.8	2.8
호텔/레저	2.4	28.4	26.0	12.9	9.3	17.6	24.7	11.2	-13.0	69.7	62.8	68.8	71.0
YoY (%)													
연결 영업이익	-43.0	-6.9	27.7	적전	128.0	-13.8	67.1	흑전	흑전	-34.1	100.1	72.5	14.5
면세점	-69.5	-68.6	-97.0	적전	98.4	32.6	3,204.6	흑전	흑전	-93.6	1,004.3	114.8	18.3
국내	-81.7	-79.5	-99.2	적전	231.3	113.1	7,495.5	흑전	흑전	적전	흑전	132.3	20.4
해외	20.0	-15.0	-93.8	적전	-50.0	-62.1	346.4	흑전	흑전	-58.9	-15.1	-39.1	-52.7
호텔/레저	흑전	흑전	2,788.9	578.9	287.5	-38.0	-4.9	-13.2	적지	흑전	-9.9	9.5	3.2
OPM (%)													
연결 영업이익	1.4	3.7	2.0	-0.5	4.6	3.7	3.8	3.1	3.1	1.6	3.7	4.4	4.5
면세점	1.3	1.5	0.1	-1.7	4.1	2.3	2.0	2.6	3.9	0.2	2.6	3.6	3.8
국내	0.7	0.9	0.0	-1.8	6.0	2.9	2.4	3.2	3.4	-0.1	3.3	4.7	5.1
해외	8.0	6.5	0.4	-1.2	1.3	1.0	0.8	0.6	9.6	2.4	0.9	0.4	0.2
호텔/레저	2.1	18.2	15.8	8.1	6.5	11.0	15.0	7.0	-3.0	11.7	10.0	10.5	10.5
세전이익	-7.8	29.3	14.6	-95.7	64.0	17.5	24.8	20.7	47.9	-59.6	127.0	241.1	286.1
YoY (%)	적전	51.0	흑전	적전	흑전	-40.2	70.5	흑전	흑전	적전	흑전	89.9	18.7
세전이익률 (%)	-0.7	2.5	1.1	-7.4	8.5	1.8	2.1	1.6	1.3	-1.2	3.0	3.9	4.1
순이익	-7.7	24.5	14.0	-81.0	53.2	12.3	17.4	14.5	27.1	-50.2	97.3	183.3	217.5
YoY (%)	적지	103.6	흑전	적전	흑전	-50.0	24.3	흑전	흑전	적전	흑전	88.3	18.7
순이익률 (%)	-0.7	2.1	1.0	-6.2	7.1	1.2	1.5	1.1	0.7	-1.0	2.3	3.0	3.2
지배 순이익	-7.7	24.5	14.0	-81.0	53.2	12.3	17.4	14.5	27.1	-50.2	97.3	183.3	217.5
YoY (%)	적지	103.6	흑전	적전	흑전	-50.0	24.3	흑전	흑전	적전	흑전	88.3	18.7
지배 순이익률 (%)	-0.7	2.1	1.0	-6.2	7.1	1.2	1.5	1.1	0.7	-1.0	2.3	3.0	3.2
EBITDA	45.8	74.4	58.5	26.0	63.9	66.7	74.0	69.8	246.5	204.7	274.4	381.8	415.4
YoY (%)	-22.6	-5.0	12.0	-54.2	39.6	-10.4	26.3	168.6	537.8	-16.9	34.0	39.1	8.8
EBITDA 마진률 (%)	4.2	6.4	4.3	2.0	8.5	6.7	6.3	5.4	6.5	4.2	6.5	6.2	6.0

자료: 호텔신라, KB증권 추정

표 4. 호텔신라: 면세점 매출액 Breakdown

(십억원)	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23P	2Q23E	3Q23E	4Q23E	2021	2022	2023E	2024E	2025E	
면세점 매출액	978.5	1,010.1	1,197.7	1,140.0	608.5	838.5	1,012.5	1,142.2	3,343.8	4,326.3	3,601.7	5,540.8	6,223.3	
국내	903.5	905.1	1,067.7	972.6	368.5	580.5	733.5	845.2	3,056.9	3,848.9	2,527.7	4,159.8	4,634.3	
시내/인터넷	896.6	884.1	1,053.2	954.8	334.5	530.5	663.5	735.2	3,040.7	3,788.7	2,263.7	3,494.8	3,806.3	
국내 공항	6.9	21.0	14.5	17.8	34.0	50.0	70.0	110.0	16.2	60.2	264.0	665.0	828.0	
해외	75.0	105.0	130.0	167.4	240.0	258.0	279.0	297.0	286.9	477.4	1,074.0	1,381.0	1,589.0	
싱가폴 창이	30.0	45.0	60.0	73.7	95.0	100.0	110.0	120.0	104.8	208.7	425.0	577.0	669.0	
홍콩 첵랍콕	3.0	5.0	6.0	8.2	30.0	36.0	42.0	47.0	7.3	22.2	155.0	254.0	338.0	
홍콩 시내	24.0	40.0	48.0	70.8	95.0	100.0	103.0	105.0	97.3	182.8	403.0	440.0	462.0	
마카오	18.0	15.0	16.0	14.6	20.0	22.0	24.0	25.0	77.5	63.6	91.0	110.0	120.0	
YoY (%)	면세점 매출액	54.7	19.3	39.7	13.2	-37.8	-17.0	-15.5	0.2	19.3	29.4	-16.7	53.8	12.3
	국내	59.2	16.7	35.5	5.1	-59.2	-35.9	-31.3	-13.1	21.2	25.9	-34.3	64.6	11.4
	시내/인터넷	60.4	14.4	34.2	3.3	-62.7	-40.0	-37.0	-23.0	32.4	24.6	-40.3	54.4	8.9
	국내 공항	-18.8	600.0	383.3	958.3	392.8	138.1	382.8	517.8	-92.8	272.0	338.5	151.9	24.5
	해외	15.4	48.7	86.8	104.8	220.0	145.7	114.6	77.4	2.4	66.4	125.0	28.6	15.1
	싱가폴 창이	25.0	82.0	122.2	153.7	216.7	122.2	83.3	62.7	-37.2	99.2	103.6	35.8	15.9
	홍콩 첵랍콕	23.3	212.5	275.0	384.2	900.0	620.0	600.0	471.2	-87.6	203.2	597.3	63.9	33.1
	홍콩 시내	-10.5	64.7	140.0	170.1	295.8	150.0	114.6	48.3	180.7	87.9	120.5	9.2	5.0
	마카오	53.0	-25.0	-23.8	-40.9	11.1	46.7	50.0	70.8	291.4	-17.9	43.0	20.9	9.1
비중 (%)	면세점 매출액	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	
	국내	92.3	89.6	89.1	85.3	60.6	69.2	72.4	74.0	91.4	89.0	70.2	75.1	74.5
	시내/인터넷	91.6	87.5	87.9	83.8	55.0	63.3	65.5	64.4	90.9	87.6	62.9	63.1	61.2
	국내 공항	0.7	2.1	1.2	1.6	5.6	6.0	6.9	9.6	0.5	1.4	7.3	12.0	13.3
	해외	7.7	10.4	10.9	14.7	39.4	30.8	27.6	26.0	8.6	11.0	29.8	24.9	25.5
	싱가폴 창이	3.1	4.5	5.0	6.5	15.6	11.9	10.9	10.5	3.1	4.8	11.8	10.4	10.7
	홍콩 첵랍콕	0.3	0.5	0.5	0.7	4.9	4.3	4.1	4.1	0.2	0.5	4.3	4.6	5.4
	홍콩 시내	2.5	4.0	4.0	6.2	15.6	11.9	10.2	9.2	2.9	4.2	11.2	7.9	7.4
	마카오	1.8	1.5	1.3	1.3	3.3	2.6	2.4	2.2	2.3	1.5	2.5	2.0	1.9

자료: 호텔신라, KB증권 추정

주: 국내 공항, 싱가포르 창이국제공항, 홍콩 첵랍콕국제공항, 홍콩 시내면세점, 마카오공항 매출액은 KB증권 추정치임

표 5. 호텔신라: 호텔/레저 매출액 Breakdown

(십억원)	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23P	2Q23E	3Q23E	4Q23E	2021	2022	2023E	2024E	2025E	
호텔/레저 매출액	115.9	155.8	164.1	159.9	143.6	160.1	164.8	159.9	435.2	595.7	628.3	654.8	675.8	
호텔	94.5	127.4	131.4	126.6	109.8	127.4	131.4	126.6	344.8	479.9	495.2	515.0	530.5	
서울	35.0	49.5	52.3	52.7	46.3				131.7	189.5				
제주	22.0	24.2	25.1	18.9	16.8				85.2	90.2				
신라스테이	31.1	39.8	46.7	53.2	42.1				116.2	170.8				
레저	21.4	28.4	32.7	33.3	33.8	32.7	33.4	33.3	90.4	115.8	133.1	139.8	145.4	
YoY (%)	호텔/레저 매출액	22.4	45.7	47.7	30.5	23.9	2.7	0.4	0.0	12.7	36.9	5.5	4.2	3.2
	호텔	42.5	45.4	45.0	26.2	16.2	0.0	0.0	0.0	18.3	39.2	3.2	4.0	3.0
	서울	48.3	40.6	57.1	33.1	32.3				12.7	43.9			
	제주	44.7	4.8	8.2	-20.3	-23.6				21.4	5.9			
	신라스테이	35.8	37.2	62.2	49.9	35.4				23.2	47.0			
	레저	-24.6	47.2	59.5	50.0	57.9	15.0	2.0	0.0	-4.7	28.1	15.0	5.0	4.0
비중 (%)	호텔/레저 매출액	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	
	호텔	81.5	81.8	80.1	79.2	76.5	79.6	79.8	79.2	79.2	80.6	78.8	78.7	78.5
	서울	30.2	31.8	31.9	33.0	32.2				30.3	31.8			
	제주	19.0	15.5	15.3	11.8	11.7				19.6	15.1			
	신라스테이	26.8	25.5	28.5	33.3	29.3				26.7	28.7			
	레저	18.5	18.2	19.9	20.8	23.5	20.4	20.2	20.8	20.8	19.4	21.2	21.3	21.5

자료: 호텔신라, KB증권 추정

표 6. 호텔신라: SOTP (Sum of the Parts) Valuation

영업가치 (십억원)	4,956.3	A=b+c	Note
면세점	2,934.5	b	
12M Fwd EBITDA	171.4		
목표 EV/EBITDA Multiple (X)	17.1		해외 면세 4 개 업체들의 12M Fwd EV/EBITDA 중앙값 (median)을 50% 할증
호텔/레저	2,021.8	c	
12M Fwd EBITDA	138.0		
목표 EV/EBITDA Multiple (X)	14.7		해외 호텔 Peer 5 개 업체들의 12M Fwd EV/EBITDA 중앙값 (median)
자산 가치 (관계회사) (십억원)	33.5	D	2022 년 연말 장부가
3Sixty Duty Free	31.5		
로시안	2.0		
순차입금 (십억원)	889.9	E	12M Fwd 추정치
현금성자산	826.6		
총차입금	1,716.5		
적정 기업가치 (십억원)	4,099.9	F=A+D-E	
수정 발행주식수 (천주)	37,113	G	자사주 제외
목표주가 (원)	110,000	E=F/G	
현재주가 (원)	81,500		2023.4.28
상승여력 (%)	35.0		
12M Fwd Implied P/E (X)	34.4		
12M Fwd Implied P/B (X)	6.41		

자료: 호텔신라, KB증권 추정

표 7. 호텔신라: SOTP Valuation의 주요 수치 변화

	종전 (2023.4.10)	신규 (2023.5.2)	
면세점 EV/EBITDA	11.3배 (2024E)	17.1배 (12M Fwd)	- 해외 면세 4 개 업체들의 EV/EBITDA 중앙값 (median)을 50% 할증
호텔 EV/EBITDA	14.0배 (2024E)	14.7배 (12M Fwd)	- 해외 호텔 Peer 5 개 업체들의 EV/EBITDA 중앙값 (median)
순차입금	9,159억원	8,899억원	- 12M Fwd 추정치

자료: 호텔신라, KB증권 추정

표 8. 호텔신라: 해외 Peer 업체들의 EV/EBITDA

면세점	단위	Lagardere	WHSmith	Japan Airport Terminal	China Tourism Group Duty Free	Median	12M Fwd	
2023E	(X)	6.2	7.6	19.7	17.0	12.3	11.4	
2024E	(X)	5.8	6.7	12.8	12.5	9.6		
2025E	(X)	5.3	6.5	11.5	9.7	8.1		
호텔		Marriot	Hilton	Hyatt	InterContinental	Shangri-la	Median	12M Fwd
2023E	(X)	15.1	16.3	13.2	13.7	17.0	15.1	14.7
2024E	(X)	14.4	15.2	11.8	12.4	13.6	13.6	
2025E	(X)	13.2	13.7	10.7	11.2	12.5	12.5	

자료: Bloomberg, KB증권

포괄손익계산서

(십억원)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
(적용기준)	(IFRS-C)	(IFRS-C)	(IFRS-C)	(IFRS-C)	(IFRS-C)
매출액	3,779	4,922	4,230	6,196	6,899
매출원가	2,056	2,161	1,577	1,919	1,691
매출총이익	1,723	2,761	2,654	4,277	5,208
판매비와관리비	1,604	2,683	2,497	4,006	4,898
영업이익	119	78	157	270	309
EBITDA	246	205	274	382	415
영업외손익	-71	-138	-30	-29	-23
이자수익	7	13	21	28	34
이자비용	40	42	44	45	46
지분법손익	0	0	0	0	0
기타영업외손익	-38	-108	-7	-12	-12
세전이익	48	-60	127	241	286
법인세비용	21	-9	30	58	69
당기순이익	27	-50	97	183	217
지배주주순이익	27	-50	97	183	217
수정순이익	27	-50	97	183	217

성장성 및 수익성 비율

(%)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
매출액 성장률	18.5	30.2	-14.1	46.5	11.4
영업이익 성장률	흑전	-34.1	100.0	72.5	14.5
EBITDA 성장률	537.8	-16.9	34.0	39.1	8.8
지배기업순이익 성장률	흑전	적전	흑전	88.3	18.7
매출총이익률	45.6	56.1	62.7	69.0	75.5
영업이익률	3.1	1.6	3.7	4.4	4.5
EBITDA이익률	6.5	4.2	6.5	6.2	6.0
세전이익률	1.3	-1.2	3.0	3.9	4.2
지배기업순이익률	0.7	-1.0	2.3	3.0	3.2

현금흐름표

(십억원)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
영업활동 현금흐름	42	220	216	296	316
당기순이익	27	-50	97	183	217
유무형자산상각비	128	126	118	111	106
기타비현금손익 조정	93	130	30	58	69
운전자본증감	-207	13	1	1	-7
매출채권감소 (증가)	-15	-5	-3	-3	-3
재고자산감소 (증가)	-2	71	-28	-29	-31
매입채무증가 (감소)	29	-6	16	18	10
기타운전자본증감	-219	-47	15	15	16
기타영업현금흐름	1	2	-30	-58	-69
투자활동 현금흐름	134	-81	-126	-132	-128
유형자산투자감소 (증가)	6	-54	-105	-109	-104
무형자산투자감소 (증가)	0	0	-10	-10	-10
투자자산감소 (증가)	132	-29	0	0	0
기타투자현금흐름	-3	2	-11	-13	-14
재무활동 현금흐름	-180	146	14	18	24
금융부채 증감	-151	179	22	28	35
자본의 증감	0	0	0	0	0
배당금 당기지급액	-8	-8	-8	-10	-10
기타재무현금흐름	-22	-25	0	0	0
기타현금흐름	6	6	0	0	0
현금의 증가 (감소)	3	291	104	183	212
기말현금	243	534	638	821	1,033
잉여현금흐름 (FCF)	48	167	111	187	212
순현금흐름	84	204	-65	167	191
순현금 (순차입금)	-1,084	-880	-944	-777	-586

자료: 호텔신라, KB증권 추정

재무상태표

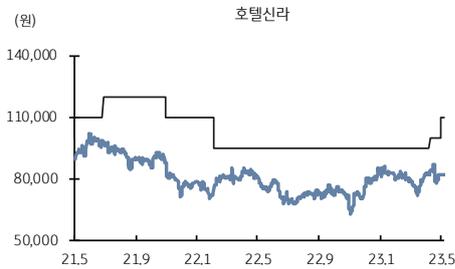
(십억원)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
(적용기준)	(IFRS-C)	(IFRS-C)	(IFRS-C)	(IFRS-C)	(IFRS-C)
자산총계	2,656	2,939	3,092	3,339	3,619
유동자산	1,087	1,479	1,635	1,874	2,146
현금 및 현금성자산	243	534	638	821	1,033
단기금융자산	18	114	125	138	151
매출채권	45	51	53	56	59
재고자산	626	555	583	612	643
기타유동자산	156	225	236	248	260
비유동자산	1,569	1,460	1,457	1,465	1,473
투자자산	263	184	184	184	184
유형자산	590	592	592	602	612
무형자산	42	35	32	30	29
기타비유동자산	674	648	648	648	648
부채총계	2,080	2,399	2,463	2,536	2,609
유동부채	1,012	1,306	1,410	1,523	1,636
매입채무	169	163	179	197	207
단기금융부채	304	460	680	748	822
기타유동부채	538	683	551	578	607
비유동부채	1,068	1,093	1,053	1,013	973
장기금융부채	1,040	1,068	1,028	988	948
기타비유동부채	27	25	25	25	25
자본총계	577	540	630	803	1,010
자본금	200	200	200	200	200
자본잉여금	197	197	197	197	197
기타자본항목	-104	-104	-104	-104	-104
기타포괄손익누계액	-4	5	5	5	5
이익잉여금	289	242	332	506	713
지배자본 계	576	540	629	803	1,010
비지배자본	0	0	0	0	0

주요투자지표

(X, %, 원)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
Multiples					
P/E	115.3	N/A	33.5	17.8	15.0
P/B	5.4	6.2	5.2	4.1	3.2
P/S	0.8	0.7	0.8	0.5	0.5
EV/EBITDA	17.1	20.5	15.3	10.5	9.2
EV/EBIT	35.4	53.5	26.7	14.9	12.4
배당수익률	0.3	0.2	0.3	0.3	0.4
EVPS	677	-1,254	2,433	4,582	5,437
BVPS	14,411	13,494	15,737	20,081	25,257
SPS (주당매출액)	94,478	123,050	105,751	154,890	172,479
DPS (주당배당금)	200	200	250	275	300
배당성향 (%)	28.1	0.0	9.8	5.7	5.3
수익성지표					
ROE	4.5	-9.0	16.7	25.6	24.0
ROA	1.0	-1.8	3.2	5.7	6.3
ROIC	3.5	-0.4	6.1	9.0	9.5
안정성지표					
부채비율	360.5	444.4	391.2	315.7	258.2
순차입비율	187.9	163.0	150.0	96.7	58.0
유동비율	1.1	1.1	1.2	1.2	1.3
이자보상배율 (배)	3.0	1.9	3.6	6.0	6.8
활동성지표					
총자산회전율	1.4	1.8	1.4	1.9	2.0
매출채권회전율	103.3	103.4	81.5	113.7	120.6
매입채무회전율	24.6	29.7	24.7	32.9	34.2
재고자산회전율	6.1	8.3	7.4	10.4	11.0

투자자 고지 사항

투자의견 및 목표주가 변경 내역 (주가 —, 목표주가 —)



호텔신라 (008770)

변경일	투자의견	애널리스트	목표주가 (₩)	과리율 (%)	
				평균	최고/최저
21-04-30	Buy	박신애	100,000	-	-
21-05-03	Buy	박신애	110,000	-12.46	-7.73
21-06-28	Buy	박신애	120,000	-24.19	-18.92
21-11-01	Buy	박신애	110,000	-30.00	-24.82
22-02-03	Buy	박신애	95,000	-20.12	-10.00
23-02-03	1년 경과 이후		95,000	-16.83	-12.42
23-04-10	Buy	박신애	100,000	-17.63	-13.50
23-05-02	Buy	박신애	110,000		

KB증권은 자료 공표일 현재 [호텔신라]을(를) 기초자산으로 하는 ELW의 발행자 및 유동성공급자입니다.

KB증권은 동 조사분석자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다. 본 자료를 작성한 조사분석담당자와 그 배우자는 해당 종목과 재산적 이해관계가 없습니다. 본 자료 작성자는 게재된 내용이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 신의 성실하게 작성되었음을 확인합니다.

투자등급 비율 (2023. 03. 31 기준)

매수 (Buy)	중립 (Hold)	매도 (Sell)
88.1	11.9	-

투자의견 분류 및 기준

종목 투자의견 (12개월 예상 절대수익률 기준)

Buy: 15% 초과	Hold: 15% ~ -15%	Sell: -15% 초과
-------------	------------------	---------------

비고: 2017년 2월 23일부터 KB증권의 기업 투자의견 체계가 4단계 (Strong BUY, BUY, Marketperform, Underperform)에서 3단계 (Buy, Hold, Sell)로 변경되었습니다. 2020년 2월 10일부터 KB증권의 종목 투자의견 제시 기준이 6개월 예상 절대수익률에서 12개월 예상 절대수익률로 변경되었습니다.

산업 투자의견 (12개월 예상 상대수익률 기준)

Positive: 시장수익률 상회	Neutral: 시장수익률 수준	Negative: 시장수익률 하회
--------------------	-------------------	--------------------

비고: 2017년 6월 28일부터 KB증권의 산업 투자의견 체계가 (Overweight, Neutral, Underweight)에서 (Positive, Neutral, Negative)로 변경되었습니다. 2020년 2월 10일부터 KB증권의 산업 투자의견 제시 기준이 6개월 예상 상대수익률에서 12개월 예상 상대수익률로 변경되었습니다.

이 보고서는 고객들에게 투자에 관한 정보를 제공할 목적으로 작성된 것이며 계약의 청약 또는 청약의 유인을 구성하지 않습니다. 이 보고서는 KB증권이 신뢰할 만하다고 판단하는 자료와 정보에 근거하여 해당일 시점의 전문적인 판단을 반영한 의견이나 KB증권이 그 정확성이나 완전성을 보장하는 것은 아니며, 통지 없이 의견이 변경될 수 있습니다. 개별 투자는 고객의 판단에 의거하여 이루어져야 하며, 이 보고서는 여하한 형태로도 고객의 투자판단 및 그 결과에 대한 법적 책임의 근거가 되지 않습니다. 이 보고서의 저작권은 KB증권에 있으므로 KB증권의 동의 없이 무단 복제, 배포 및 변형할 수 없습니다. 이 보고서는 학술 목적으로 작성된 것이 아니므로, 학술적인 목적으로 이용하려는 경우에는 KB증권에 사전 통보하여 동의를 얻으시기 바랍니다.