



호텔신라 (008770)

1분기 턴어라운드 예상

▶ Analyst 남성현 gone267@hanwha.com 3772-7651

Buy (유지)

목표주가(유지): 110,000원

현재 주가(4/14)	83,800원
상승여력	▲31.3%
시가총액	32,890억원
발행주식수	39,248천주
52 주 최고가 / 최저가	88,500 / 66,000원
90 일 일평균 거래대금	581.55억원
외국인 지분율	17.9%

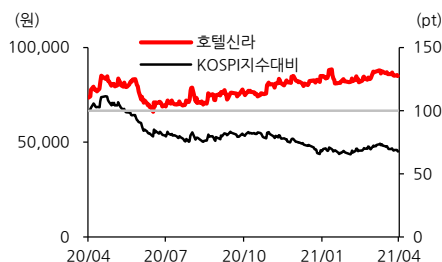
주주 구성	
삼성생명보험 (외 6 인)	17.3%
국민연금공단 (외 1 인)	8.6%
자사주 (외 1 인)	5.4%

주가수익률(%)	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	0.0	-1.3	10.4	14.0
상대수익률(KOSPI)	-4.2	-2.3	-23.3	-57.4

(단위: 십억 원, 원, %, 배)

재무정보	2019	2020	2021E	2022E
매출액	5,717	3,188	3,752	5,442
영업이익	296	-185	40	159
EBITDA	515	39	109	226
지배주주순이익	170	-283	-11	70
EPS	4,317	-7,229	-282	1,773
순차입금	1,018	1,376	1,389	1,404
PER	21.0	-	-	47.3
PBR	4.0	5.3	5.5	5.1
EV/EBITDA	9.0	120.7	43.7	21.1
배당수익률	0.4	0.4	0.4	0.4
ROE	20.2	-36.7	-1.8	11.0

주가 추이



1분기 영업실적 흑자 전환 예상

호텔신라 1분기 실적은 턴어라운드에 성공할 것으로 예상된다. 비우호적인 영업환경 지속에도 불구하고 펀더멘탈 개선은 가능할 전망이다. 1분기 연결기준 매출액은 9,146억 원(전년동기대비 -3.1%), 영업이익 26억 원(흑자전환)을 기록할 것으로 추정한다.

1분기 흑자전환을 기대하는 이유는 1) 소규모 파이공 물량 증가 및 판매 제품군 포트폴리오 다변화에 따른 마진을 개선과, 2) 인천공항 T1 철수 및 요율제 변경으로 인한 임대료 감면, 3) 호텔/레저 사업부 비용 절감 효과가 본격화될 것으로 예상하기 때문이다.

이제는 회복되는 일만 남았다

현재 면세점 업황을 우호적으로 해석할 수는 없다. 3자 반송이 끝나면서 전체적인 매출액 성장은 제한되고 있고, 코로나 19 전세계 확산에 따라 수요 회복을 단기간에 기대하기란 어렵기 때문이다. 그럼에도 불구하고 국내 면세점 시장은 여전히 매력적인 플랫폼으로 월 약 1.3조 원 수준의 매출을 달성 중이다. 단기적으로 큰 폭의 매출액 회복을 기대하기는 어렵지만, 비용통제 및 상품마진을 개선이 이루어지는 만큼 점진적으로 펀더멘탈은 개선될 것으로 기대한다.

호텔사업부 개선도 예상된다. 지난해 호텔 및 레저사업부 적자규모는 약 -570억 원이다. 이 중 대부분은 신라호텔서울에서 발생한 것이다. 이러한 적자는 감소할 가능성이 높는데, 그러한 이유는 1) ADR을 낮추더라도 OCC를 증가시켜 운영의 효율성을 높이고 있고, 2) 호텔부문 비용 절감 효과가 본격화되고 있으며, 3) 제주 및 일부 신라스테이 실적은 긍정적이기 때문이다.

투자의견 Buy 및 목표주가 11만원

투자의견 BUY와 목표주가 11만원을 유지한다. 코로나 19에 따른 영향이 당분간 이어지겠지만, 구조적 노력을 통해 수익성 개선이 이루어질 것으로 예상되어 긍정적이라 판단한다. 업황 회복시 이러한 노력의 결과물은 레버리지 효과로 작용할 것으로 전망한다.

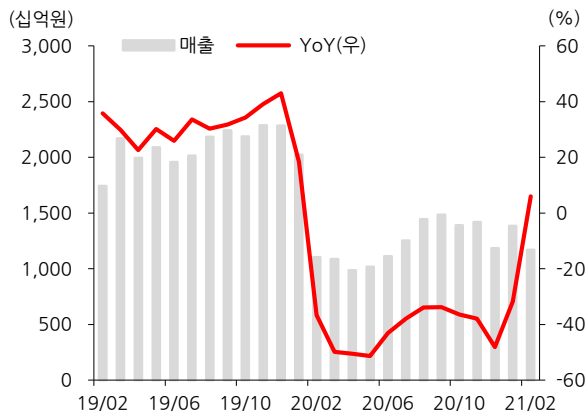
[표1] 호텔신라 실적 추이

(단위: 십억원, %)

	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q20E	2Q20E	3Q20E	4Q20E	2020	2021E	2022E
매출액	943.7	522.9	879.5	841.9	914.6	878.4	995.4	963.9	3,188.0	3,752.4	5,442.4
YoY	-29.7	-61.4	-40.4	-45.5	-3.1	68.0	13.2	14.5	-44.2	17.7	45.0
_면세점	849.2	439.2	771.0	742.3	799.2	773.5	860.0	847.0	2,801.7	3,279.7	5,050.8
YoY	-30.7	-64.2	-42.4	-47.4	-5.9	76.1	11.5	14.1	-46.1	17.1	54.0
① 시내점	558.9	393.5	657.8	685.8	716.3	716.3	737.7	759.9	2,296.0	2,930.1	3,324.6
② 공항점	290.3	45.7	113.2	56.5	83.0	57.2	122.3	87.1	505.7	349.5	1,726.2
_호텔	94.5	83.7	108.5	99.6	115.4	105.0	135.4	117.0	386.3	472.7	391.6
YoY	-19.9	-34.7	-20.6	-25.2	22.1	25.4	24.8	17.4	-25.1	22.4	-17.2
① 서울호텔	27.7	27.2	32.2	29.8	28.5	28.9	38.2	32.8	116.9	128.4	133.0
② 제주호텔	11.5	15.5	22.6	20.6	17.7	20.4	28.2	17.3	70.2	83.7	85.2
③ 스테이	22.2	20.9	26.5	24.7	31.6	33.7	37.4	39.6	94.3	142.2	156.3
④ 레저	28.9	19.6	23.8	22.6	31.9	21.4	25.8	24.3	94.9	103.4	108.9
⑤ 기타	4.2	0.5	3.4	1.9	5.7	0.6	5.8	2.9	10.0	15.0	17.0
매출원가	588.2	370.4	595.6	538.5	682.5	631.9	674.6	609.4	2,092.7	2,598.3	3,035.1
YoY	-21.8	-50.0	-30.8	-43.1	16.0	70.6	13.3	13.2	-36.6	24.2	16.8
매출총이익	355.5	152.5	284.0	303.5	232.1	246.6	320.8	354.6	1,095.5	1,154.0	2,407.3
YoY	-39.8	-75.1	-53.8	-49.2	-34.7	61.7	13.0	16.8	-54.7	5.3	108.6
매출총이익률	37.7	29.2	32.3	36.0	25.4	28.1	32.2	36.8	34.4	30.8	44.2
판매및일반관리비	422.3	215.9	303.8	338.7	229.6	236.6	304.2	343.5	1,280.7	1,113.8	2,248.4
YoY	-17.0	-59.6	-45.5	-34.9	-45.6	9.6	0.1	1.4	-39.6	-13.0	101.9
영업이익	-66.8	-63.4	-19.8	-35.2	2.6	9.9	16.6	11.1	-185.2	40.2	158.9
YoY	적자전환	적자전환	적자전환	적자전환	흑자전환	흑자전환	흑자전환	흑자전환	적자전환	흑자전환	295.3
영업이익률	-7.1	-12.1	-2.3	-4.2	0.3	1.1	1.7	1.2	-5.8	1.1	2.9

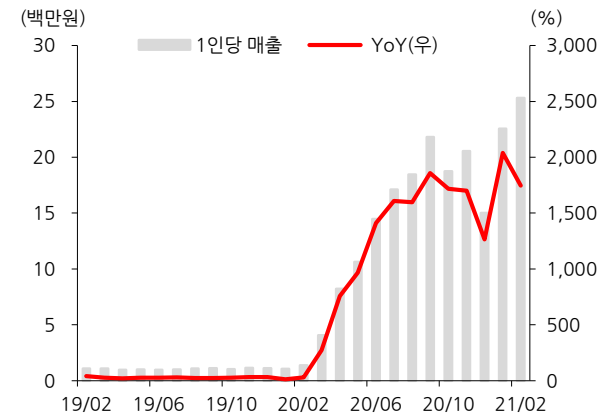
자료: 호텔신라, 한화투자증권 리서치센터

[그림1] 월별 면세점 매출액 추이



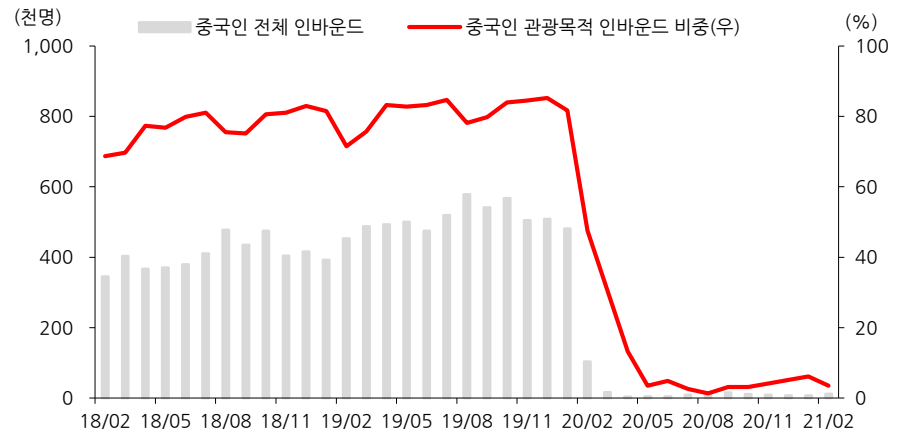
자료: 한국면세점협회, 한화투자증권 리서치센터

[그림2] 월별 외국인 객단가 추이



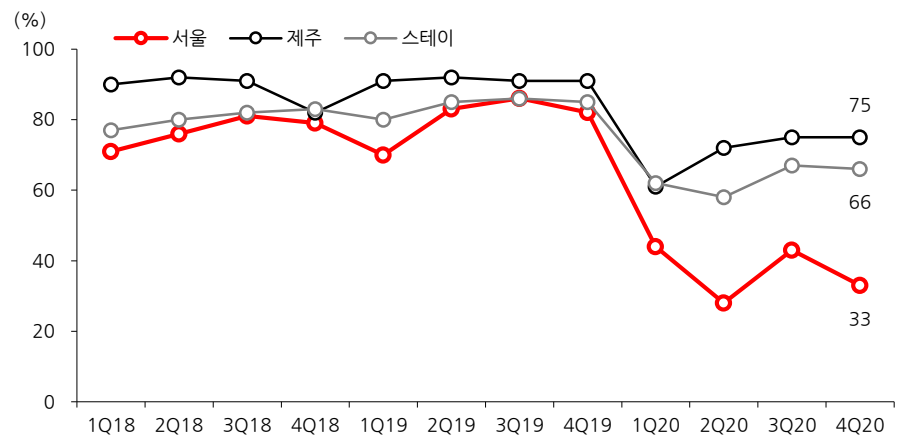
자료: 한국면세점협회, 한화투자증권 리서치센터

[그림3] 코로나 19 이후 중국인 면세점 이용객 중 타이공 비중이 대부분을 차지



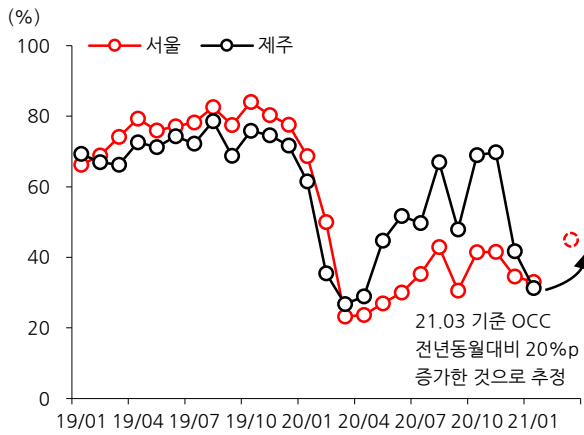
자료: 관광지식정보시스템, 한화투자증권 리서치센터

[그림4] 호텔신라 주요 호텔 분기별 투숙률 현황



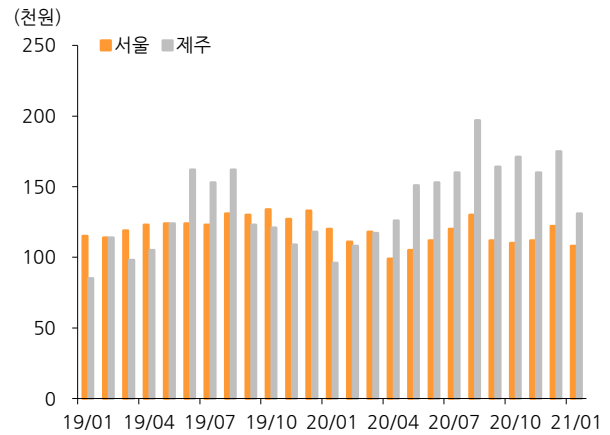
자료: 호텔신라, 한화투자증권 리서치센터

[그림5] 서울/제주 지역 호텔 투숙률 추이



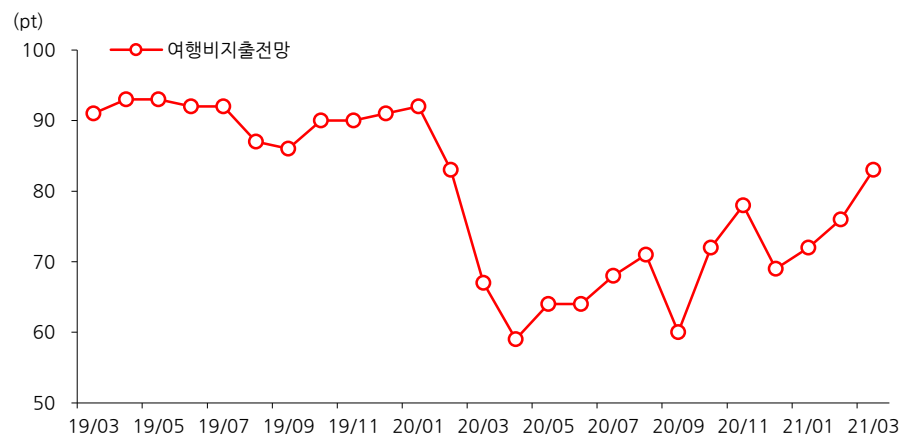
자료: 문화체육관광부, 언론보도, 한화투자증권 리서치센터

[그림6] 서울/제주 지역 호텔 객실평균단가 추이



자료: 문화체육관광부, 한화투자증권 리서치센터

[그림7] 여행비 지출 전망 추이



주: 2003~2018년중 장기평균치를 기준값 100으로 하여 100보다 크면 장기평균보다 낙관적, 100보다 작으면 비관적임을 의미

자료: 한국은행, 한화투자증권 리서치센터

[재무제표]

손익계산서

12 월 결산	2018	2019	2020	2021E	2022E
매출액	4,714	5,717	3,188	3,752	5,442
매출총이익	4,714	5,717	3,188	3,752	5,442
영업이익	209	296	-185	40	159
EBITDA	284	515	39	109	226
순이자손익	-8	-27	-37	-27	-27
외화관련손익	-5	-6	-11	0	0
지분법손익	-2	-4	-23	-24	-35
세전계속사업손익	147	226	-361	-14	93
당기순이익	110	169	-283	-11	70
지배주주순이익	110	170	-283	-11	70
증가율(%)					
매출액	34.1	21.3	-44.2	17.7	45.0
영업이익	186.1	41.5	적전	흑전	295.3
EBITDA	96.3	81.6	-92.5	181.2	107.9
순이익	336.2	53.6	적전	적지	흑전
이익률(%)					
매출총이익률	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
영업이익률	4.4	5.2	-5.8	1.1	2.9
EBITDA 이익률	6.0	9.0	1.2	2.9	4.2
세전이익률	3.1	3.9	-11.3	-0.4	1.7
순이익률	2.3	3.0	-8.9	-0.3	1.3

현금흐름표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2018	2019	2020	2021E	2022E
영업현금흐름	154	401	-369	117	126
당기순이익	110	169	-283	-11	70
자산상각비	75	219	224	68	67
운전자본증감	-117	-46	0	27	-47
매출채권 감소(증가)	-16	-28	95	-29	-16
재고자산 감소(증가)	-230	-139	218	-19	-194
매입채무 증가(감소)	43	150	-294	67	155
투자현금흐름	-103	-93	40	-116	-128
유형자산처분(취득)	-71	-65	-46	-46	-45
무형자산 감소(증가)	0	0	0	-3	-3
투자자산 감소(증가)	-1	1	9	-1	-1
재무현금흐름	-245	-84	61	-14	-14
차입금의 증가(감소)	-214	-58	75	0	0
자본의 증가(감소)	-13	-13	-14	-14	-14
배당금의 지급	-13	-13	-14	-14	-14
총현금흐름	288	511	-369	90	173
(-)운전자본증감(감소)	93	28	141	-27	47
(-)설비투자	78	66	48	46	45
(+)자산매각	6	0	2	-3	-3
Free Cash Flow	123	417	-556	67	78
(-)기타투자	55	46	-218	66	80
잉여현금	69	371	-338	1	-2
NOPLAT	157	222	-134	29	119
(+) Dep	75	219	224	68	67
(-)운전자본투자	93	28	141	-27	47
(-)Capex	78	66	48	46	45
OpFCF	60	347	-99	78	94

주: IFRS 연결 기준

재무상태표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2018	2019	2020	2021E	2022E
유동자산	1,272	1,716	1,164	1,204	1,405
현금성자산	304	543	256	243	227
매출채권	203	266	135	164	180
재고자산	704	849	620	639	832
비유동자산	1,032	1,811	1,730	1,753	1,779
투자자산	287	1,081	1,051	1,094	1,138
유형자산	697	675	625	616	604
무형자산	48	56	54	44	36
자산총계	2,304	3,527	2,894	2,958	3,184
유동부채	1,003	1,438	775	856	1,025
매입채무	350	507	279	346	501
유동성이자부채	160	419	162	162	162
비유동부채	536	1,170	1,495	1,496	1,497
비유동이자부채	499	1,143	1,470	1,470	1,470
부채총계	1,539	2,608	2,270	2,351	2,522
자본금	200	200	200	200	200
자본잉여금	197	197	197	197	197
이익잉여금	475	627	342	317	373
자본조정	-108	-104	-115	-108	-108
자기주식	-104	-104	-104	-104	-104
자본총계	765	920	624	606	662

주요지표

(단위: 원, 배)

12 월 결산	2018	2019	2020	2021E	2022E
주당지표					
EPS	2,811	4,317	-7,229	-282	1,773
BPS	19,110	22,979	15,588	15,151	16,547
DPS	350	350	350	350	350
CFPS	7,201	12,764	-9,224	2,239	4,329
ROA(%)	4.9	5.8	-8.8	-0.4	2.3
ROE(%)	15.4	20.2	-36.7	-1.8	11.0
ROIC(%)	14.9	14.9	-7.1	1.5	6.2
Multiples(x, %)					
PER	27.2	21.0	-	-	47.3
PBR	4.0	4.0	5.3	5.5	5.1
PSR	0.6	0.6	1.0	0.9	0.6
PCR	10.6	7.1	-8.9	37.4	19.4
EV/EBITDA	12.0	9.0	120.7	43.7	21.1
배당수익률	0.5	0.4	0.4	0.4	0.4
안정성(%)					
부채비율	201.1	283.6	363.8	387.7	380.7
Net debt/Equity	46.4	110.7	220.5	229.0	212.1
Net debt/EBITDA	125.1	197.7	3,560.3	1,277.9	621.7
유동비율	126.9	119.3	150.1	140.7	137.1
이자보상배율(배)	11.3	7.5	-4.2	1.0	4.1
자산구조(%)					
투하자본	64.8	53.8	59.3	58.7	59.0
현금+투자자산	35.2	46.2	40.7	41.3	41.0
자본구조(%)					
차입금	46.3	62.9	72.3	72.9	71.1
자기자본	53.7	37.1	27.7	27.1	28.9

[Compliance Notice]

(공표일: 2021년 4월 15일)

이 자료는 조사분석 담당자가 객관적 사실에 근거해 작성하였으며, 타인의 부당한 압력이나 간섭없이 본인의 의견을 정확하게 반영했습니다. 본인은 이 자료에서 다룬 종목과 관련해 공표일 현재 관련 법규상 알려야 할 재산적 이해관계가 없습니다. 본인은 이 자료를 기관투자자 또는 제 3자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다. (남성현)

저희 회사는 공표일 현재 이 자료에서 다룬 종목의 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.

이 자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위해 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로서 저작권이 당사에 있으며 불법 복제 및 배포를 금합니다. 이 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료나 정보출처로부터 얻은 것이지만, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 이 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과와 관련된 법적 책임소장에 대한 증빙으로 사용될 수 없습니다.

[호텔신라 주가 및 목표주가 추이]



[투자의견 변동 내역]

일 시	2016.08.12	2019.04.18	2019.04.23	2019.04.29	2019.05.17	2019.07.29
투자의견	투자등급변경	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격		133,000	133,000	161,000	161,000	137,000
일 시	2019.10.30	2020.01.21	2020.02.03	2020.04.27	2020.07.23	2020.08.03
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	110,000	136,000	136,000	110,000	110,000	110,000
일 시	2020.10.22	2020.11.02	2021.02.01	2021.04.15		
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy		
목표가격	110,000	110,000	110,000	110,000		

[목표주가 변동 내역별 괴리율]

일자	투자의견	목표주가(원)	괴리율(%)	
			평균주가 대비	최고(최저)주가 대비
2019.04.18	Buy	133,000	-21.32	-19.17
2019.04.29	Buy	161,000	-41.09	-28.57
2019.07.29	Buy	137,000	-41.41	-36.64
2019.10.30	Buy	110,000	-20.75	-1.36
2020.01.21	Buy	136,000	-40.20	-25.74
2020.04.27	Buy	110,000		

[종목 투자등급]

당사는 개별 종목에 대해 향후 1 년간 +15% 이상의 절대수익률이 기대되는 종목에 대해 Buy(매수) 의견을 제시합니다. 또한 절대수익률 -15~+15%가 예상되는 종목에 대해 Hold(보유) 의견을, -15% 이하가 예상되는 종목에 대해 Sell(매도) 의견을 제시합니다. 밸류에이션 방법 등 절대수익률 산정은 개별 종목을 커버하는 애널리스트의 추정에 따르며, 목표주가 산정이나 투자 의견 변경 주기는 종목별로 다릅니다.

[산업 투자의견]

당사는 산업에 대해 향후 1 년간 해당 업종의 수익률이 과거 수익률에 비해 양호한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Positive(긍정적) 의견을 제시하고 있습니다. 또한 향후 1 년간 수익률이 과거 수익률과 유사한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Neutral(중립적) 의견을, 과거 수익률보다 부진한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Negative(부정적) 의견을 제시하고 있습니다. 산업별 수익률 전망은 해당 산업 내 분석대상 종목들에 대한 담당 애널리스트의 분석과 판단에 따릅니다.

[당사 조사분석자료의 투자등급 부여 비중]

(기준일: 2021 년 3 월 31 일)

투자등급	매수	중립	매도	합계
금융투자상품의 비중	95.8%	4.2%	0.0%	100.0%