

# 호텔신라 (008770)

1분기 턴어라운드 예상



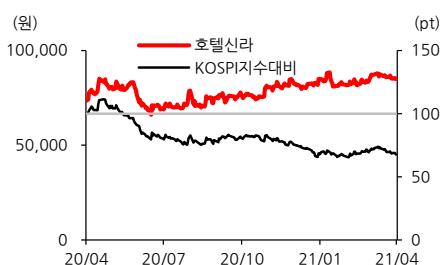
▶ Analyst 남성현 gone267@hanwha.com 3772-7651

**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 6인)  | 17.3%            |
| 국민연금공단 (외 1인)  | 8.6%             |
| 자사주 (외 1인)     | 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 예상한다. 비우호적인 영업환경 지속에도 불구하고 편더멘탈 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 마진율 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 상품마진율 개선이 이루어지는 만큼 점진적으로 편더멘탈은 개선될 것으로 기대한다.

호텔사업부 개선도 예상한다. 지난해 호텔 및 레저사업부 적자규모는 약 -570억 원이다. 이 중 대부분은 신라호텔서울에서 발생한 것이다. 이러한 적자는 감소할 가능성이 높은데, 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.

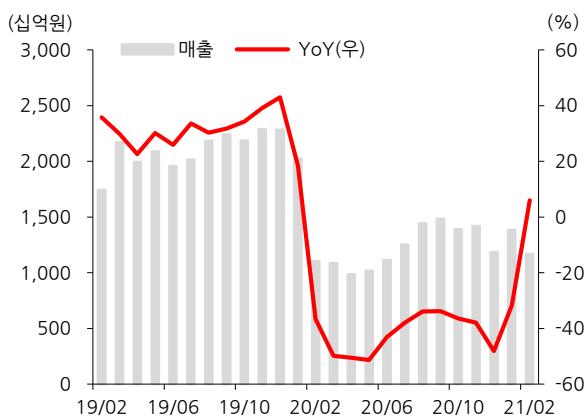
[표1] 호텔신라 실적 추이

(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    |
| ①시내점     | 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 |
| ②공항점     | 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     |

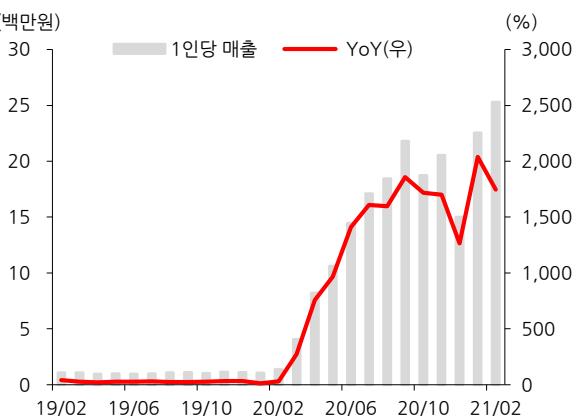
자료: 호텔신라, 한화투자증권 리서치센터

[그림1] 월별 면세점 매출액 추이



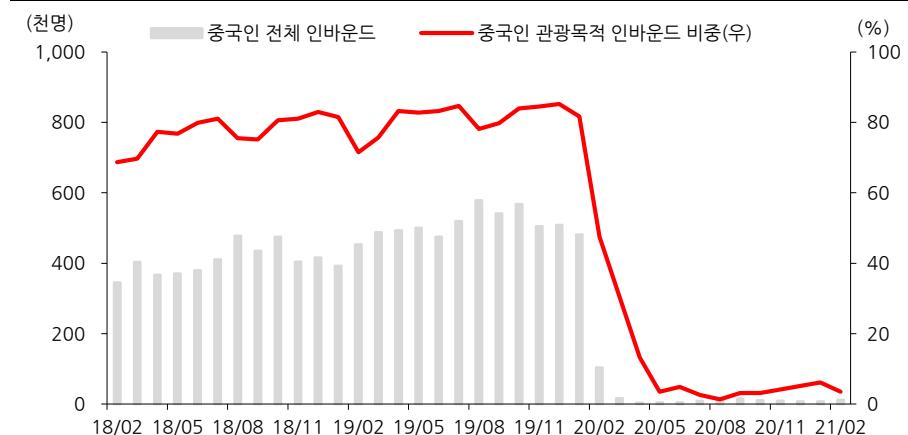
자료: 한국면세점협회, 한화투자증권 리서치센터

[그림2] 월별 외국인 객단가 추이



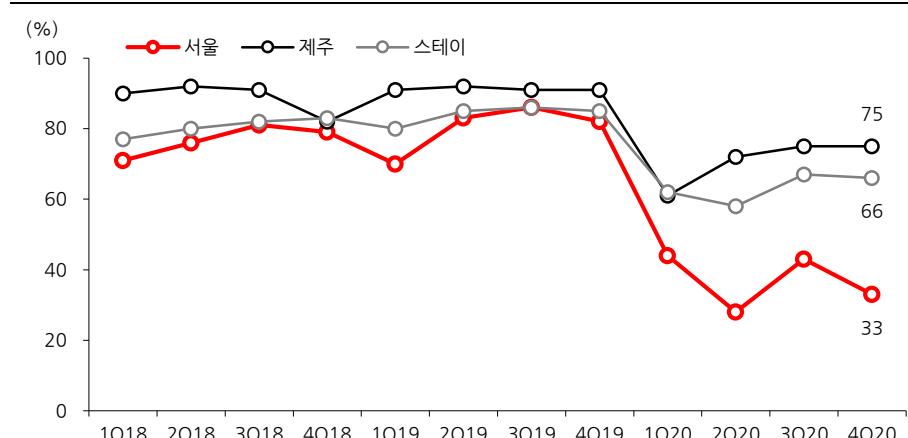
자료: 한국면세점협회, 한화투자증권 리서치센터

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



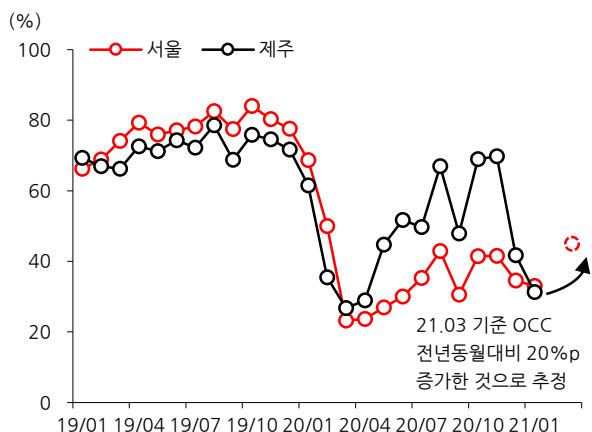
자료: 관광지식정보시스템, 한화투자증권 리서치센터

[그림4] 호텔신라 주요 호텔 분기별 투숙률 현황



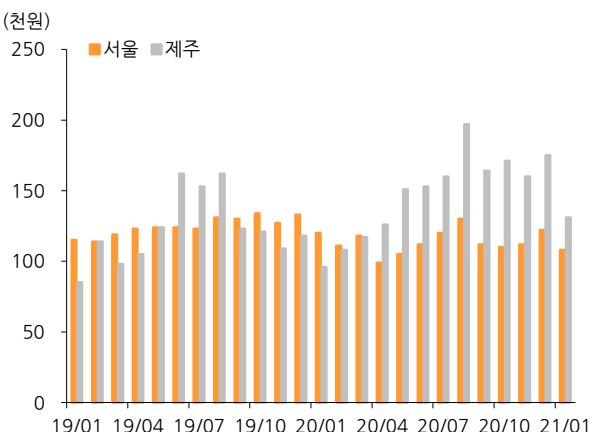
자료: 호텔신라, 한화투자증권 리서치센터

[그림5] 서울/제주 지역 호텔 투숙률 추이



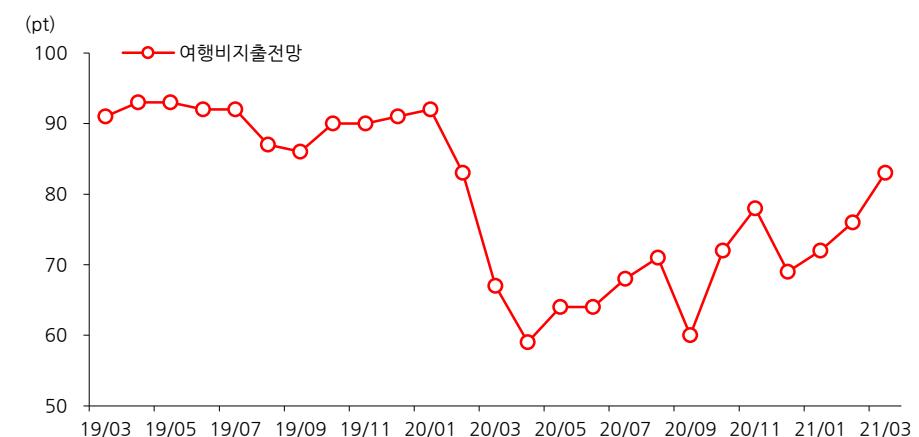
자료: 문화체육관광부, 언론보도, 한화투자증권 리서치센터

[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

| 12월 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   |
| 순이자순익      | -8    | -27   | -37   | -27   | -27   |
| 외화관련손익     | -5    | -6    | -11   | 0     | 0     |
| 지분법손익      | -2    | -4    | -23   | -24   | -35   |
| 세전계속사업순익   | 147   | 226   | -361  | -14   | 93    |
| 당기순이익      | 110   | 169   | -283  | -11   | 70    |
| 자배주주순이익    | 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   |

## 재무상태표

| 12월 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   |

## 현금흐름표

| 12월 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        |
| (-)운전자본증가(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         |
| <b>NOPLAT</b>  | <b>157</b> | <b>222</b> | <b>-134</b> | <b>29</b> | <b>119</b> |
| (+) Dep        | 75         | 219        | 224         | 68        | 67         |
| (-)운전자본투자      | 93         | 28         | 141         | -27       | 47         |
| (-)Capex       | 78         | 66         | 48          | 46        | 45         |
| OpFCF          | 60         | 347        | -99         | 78        | 94         |

## 주요지표

| 12월 결산                | 2018   | 2019   | 2020    | 2021E   | 2022E  |
|-----------------------|--------|--------|---------|---------|--------|
| <b>주당지표</b>           |        |        |         |         |        |
| 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    |
| <b>Multiples(x,%)</b> |        |        |         |         |        |
| 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    |
| <b>안정성(%)</b>         |        |        |         |         |        |
| 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    |
| <b>자산구조(%)</b>        |        |        |         |         |        |
| 투하자본                  | 64.8   | 53.8   | 59.3    | 58.7    | 59.0   |
| 현금+투자자산               | 35.2   | 46.2   | 40.7    | 41.3    | 41.0   |
| <b>자본구조(%)</b>        |        |        |         |         |        |
| 차입금                   | 46.3   | 62.9   | 72.3    | 72.9    | 71.1   |
| 자기자본                  | 53.7   | 37.1   | 27.7    | 27.1    | 28.9   |

주: IFRS 연결 기준

## [ Compliance Notice ]

(공표일: 2021년 4월 15일)

이 자료는 조사분석 담당자가 객관적 사실에 근거해 작성하였으며, 타인의 부당한 압력이나 간접없이 본인의 의견을 정확하게 반영했습니다. 본인은 이 자료에서 다른 종목과 관련해 공표일 현재 관련 법규상 알려야 할 재산적 이해관계가 없습니다. 본인은 이 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다. (남성현)

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

이 자료는 투자의 증권투자를 돋기 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 책임소재에 대한 증빙으로 사용될 수 없습니다.

## [ 호텔신라 주가 및 목표주가 추이 ]



## [ 투자의견 변동 내역 ]

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

## [ 목표주가 변동 내역별 고리율 ]

| 일자         | 투자의견 | 목표주가(원) | 고리율(%)  |             |
|------------|------|---------|---------|-------------|
|            |      |         | 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 1년간 +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. 별류에이션 방법 등 절대수익률 산정은 개별 종목을 커버하는 애널리스트의 추정에 따르며, 목표주가 산정이나 투자의견 변경 주기는 종목별로 다릅니다.

**[ 산업 투자의견 ]**

당사는 산업에 대해 향후 1년간 해당 업종의 수익률이 과거 수익률에 비해 양호한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Positive(긍정적) 의견을 제시하고 있습니다. 또한 향후 1년간 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: 2021년 3월 31일)

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