

# 호텔신라 (008770)

소매/유통



이진협

02 3770 5659

jinhyeob.lee@yuantakorea.com

투자 의견	<b>BUY (M)</b>
목표주가	<b>110,000원 (D)</b>
현재주가 (10/29)	<b>87,400원</b>
상승여력	<b>26%</b>

시가총액	34,967억원
총발행주식수	40,000,000주
60일 평균 거래대금	327억원
60일 평균 거래량	364,825주
52주 고	101,500원
52주 저	74,200원
외인지분율	16.12%
주요주주	삼성생명보험 외 5인 17.34%

주가수익률(%)	1개월	3개월	12개월
절대	1.0	(7.4)	16.2
상대	4.1	1.1	(9.0)
절대(달러환산)	2.2	(9.2)	12.5

## 3Q21 리뷰 : 경쟁 심화에 따른 실적 부진

### 3Q21 Review : 경쟁 심화에 따른 실적 부진

3분기 연결매출액 9,687억원(+10% YoY), 영업이익 209억원(흑전 YoY)를 기록하며, 컨센서스(483억원), 당사 추정치(520억원)을 큰 폭으로 하회하는 아쉬운 실적을 기록했다. 경쟁 심화에 따른 TR사업부의 수익성 부진이 아쉬운 실적을 이끌었다.

TR사업부는 매출액 8,576억원(+11% YoY), 영업이익 200억원(흑전 YoY)를 기록하였다. 비수기임에도 불구하고 2Q21과 유사한 수준의 매출 수준을 보여주었으나, 영업이익은 전분기 대비 -58% 감소하는 모습이 나타났는데, 이는 면세점업종에 있어 전반적으로 나타난 경쟁 심화에 따른 것이다. 알선수수료율은 전분기 대비 +5%p나 증가한 것으로 추정되며, 이에 따른 시내점 OPM은 1% 수준에 그친 것으로 추정된다. 코로나19에 따라 비정상적인 업황이 유지되고 있는 상황임에도 업계의 경쟁 강도가 강해졌다는 것에 아쉬움이 크다.

호텔&레저사업부는 매출액 1,111억원(+2% YoY), 영업이익 9억원(흑전 YoY)를 기록했다. 사회적 거리두기 4단계의 영향으로 객실의 60%만 영업이 가능한 상황이었기 때문에 OCC가 성수기임에도 불구하고 전분기 대비 감소하였음에도 수익성 위주의 영업을 통해 흑자를 기록했다는 점은 긍정적이다.

### 중장기적 글로벌 리오프닝의 방향성은 맞으나, 단기적 우려는 상존

글로벌 리오프닝은 결국 올 수 밖에 없는 방향성이다. 전 세계적으로 백신 접종률이 높아지고 있으며, 치료제의 개발도 속속들이 이뤄지고 있다. 글로벌 리오프닝에 따른 면세업종의 수혜는 분명히 나타날 수 있으며, 기대감도 점진적으로 동사의 주가에 반영될 수 있을 것이다. 당사는 내년 하반기부터 여행의 정상화가 이뤄질 것으로 기대한다. 다만, 그 과정에서 단기적인 우려 요인이 상존하는 것은 사실이다. 면세업종의 경쟁 심화와 중국 소비에 대한 우려이다. 이 때문에 4분기가 전통적인 성수기임에도 기대보다는 우려가 더 큰 것도 사실이다. 조금은 기다림이 필요한 시기라 판단된다.

중장기적 글로벌 리오프닝 방향성에 따라 투자 의견을 여전히 BUY로 유지한다. 다만 목표주는 기존 13만원에서 11만원으로 하향한다. 단기적 우려를 반영하여 Target Multiple을 기존 25배에서 10% 할인한 22배를 수정하여 적용하였기 때문이다. 목표주가 산정 실적이 23년이기 때문에 금번 실적 부진에 따른 23년 실적 전망치의 변동은 크지 않았다.

Quarterly earning Forecasts

	3Q21P	전년동기대비	전분기대비	컨센서스	컨센서스대비
매출액	9,687	10.1	1.6	10,001	-3.1
영업이익	209	흑전	-54.9	483	-56.8
세전계속사업이익	-1	적지	적전	323	-100.2
지배순이익	-12	적지	적전	245	-104.9
영업이익률 (%)	2.2	흑전	-2.7 %pt	4.8	-2.6 %pt
지배순이익률 (%)	-0.1	적지	적전	2.5	-2.6 %pt

자료: 유안타증권

Forecasts and valuations (K-IFRS 연결)

	결산 (12월)	2019A	2020A	2021F	2022F
매출액		57,173	31,881	36,617	48,197
영업이익		2,959	-1,853	1,165	2,214
지배순이익		1,697	-2,834	110	1,050
PER		20.0	-10.9	320.4	32.8
PBR		3.6	4.8	5.9	5.1
EV/EBITDA		8.3	111.8	19.5	13.4
ROE		20.2	-36.7	1.9	17.3

자료: 유안타증권

	23E	비고
지배순이익	1,808	
Target P/E	22	기존 25배에서 22배로 하향
적정 시가총액	39,770	
발행주식 수	37,113	자사주 제외
적정주가	107,158	

자료: 유안타증권 리서치센터

	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21	3Q21P	4Q21E	2020	2021E	2022E
매출액	9,437	5,230	8,795	8,419	7,272	9,534	9,687	10,124	31,881	36,617	48,197
YoY	-29.7%	-61.1%	-40.4%	-45.5%	-22.9%	82.3%	10.1%	20.2%	-44.2%	14.9%	31.6%
TR	8,492	4,392	7,710	7,423	6,324	8,465	8,576	8,911	28,017	32,276	43,572
시내점	5,589	3,935	6,578	6,858	5,589	7,729	7,850	8,108	22,960	29,276	35,190
공항점	2,903	457	1,132	563	735	736	726	804	5,055	3,001	8,382
호텔&레저	945	837	1,085	996	947	1,069	1,111	1,212	3,863	4,339	4,625
영업이익	-668	-634	-198	-352	266	464	209	226	-1,852	1,165	2,214
YoY	적전	적전	적전	적전	흑전	흑전	흑전	흑전	적전	흑전	90.0%
TR	-490	-474	-142	-167	417	471	200	195	-1,273	1,283	2,179
호텔&레저	-178	-160	-56	-185	-151	-7	9	31	-579	-118	34
영업이익률	-7.1%	-12.1%	-2.3%	-4.2%	3.7%	4.9%	2.2%	2.2%	-5.8%	3.2%	4.6%
TR	-5.8%	-10.8%	-1.8%	-2.2%	6.6%	5.6%	2.3%	2.2%	-4.5%	4.0%	5.0%
호텔&레저	-18.8%	-19.1%	-5.2%	-18.6%	-15.9%	-0.7%	0.8%	2.6%	-15.0%	-2.7%	0.7%

자료: 호텔신라, 유안타증권 리서치센터

호텔신라 (008770) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

결산 (12월)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
매출액	57,173	31,881	36,617	48,197	55,858
매출원가	33,007	20,927	20,157	25,095	29,581
매출총이익	24,166	10,954	16,460	23,102	26,277
판매비	21,208	12,807	15,295	20,889	23,076
영업이익	2,959	-1,853	1,165	2,214	3,201
EBITDA	5,151	386	2,427	3,534	4,549
영업외손익	-703	-1,754	-939	-832	-823
외환관련손익	-58	-114	-29	-13	-13
이자손익	-274	-367	-381	-419	-410
관계기업관련손익	0	0	0	0	0
기타	-371	-1,272	-529	-400	-400
법인세비용차감전순손익	2,256	-3,607	226	1,381	2,378
법인세비용	562	-773	116	332	571
계속사업순손익	1,694	-2,833	110	1,050	1,807
중단사업순손익	0	0	0	0	0
당기순이익	1,694	-2,833	110	1,050	1,807
지배지분순이익	1,697	-2,834	110	1,050	1,808
포괄순이익	1,678	-2,823	111	1,035	1,792
지배지분포괄이익	1,680	-2,824	111	1,042	1,805

주: 영업이익 산출 기준은 기존 K-GAAP과 동일. 즉, 매출액에서 매출원가와 판매비만 차감

결산 (12월)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
영업활동 현금흐름	4,037	-517	-375	478	1,098
당기순이익	1,694	-2,833	110	1,050	1,807
감가상각비	2,048	2,052	1,095	1,175	1,215
외환손익	-33	44	2	13	13
중속, 관계기업관련손익	42	229	313	0	0
자산부채의 증감	-435	-626	-3,127	-2,880	-3,091
기타현금흐름	722	618	1,232	1,120	1,152
투자활동 현금흐름	-926	-2,602	461	-1,702	-1,300
투자자산	-434	-2,165	1,299	0	0
유형자산 증가 (CAPEX)	-658	-478	-736	-1,600	-1,200
유형자산 감소	4	16	1	0	0
기타현금흐름	163	24	-103	-102	-100
재무활동 현금흐름	-872	478	-1,517	-689	-687
단기차입금	94	717	-760	0	0
사채 및 장기차입금	992	990	0	0	0
자본	0	0	0	0	0
현금배당	-133	-133	-76	-133	-133
기타현금흐름	-1,825	-1,096	-681	-556	-554
연결범위변동 등 기타	24	-40	678	1,912	1,827
현금의 증감	2,264	-2,681	-753	-1	938
기초 현금	2,819	5,083	2,402	1,649	1,648
기말 현금	5,083	2,402	1,649	1,648	2,586
NOPLAT	2,959	-1,853	1,165	2,214	3,201
FCF	3,379	-994	-1,110	-1,122	-102

자료: 유안타증권

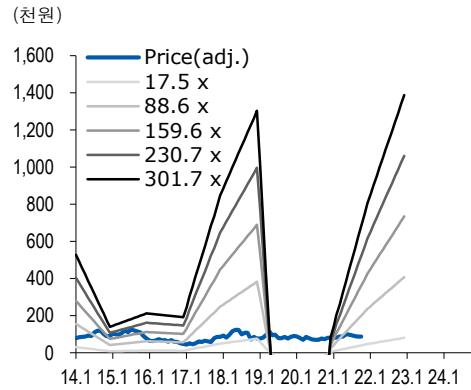
- 주: 1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임
- 2. PER 등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 증가 기준, 전망치는 현재주가 기준임
- 3. ROE, ROA의 경우, 자본, 자산 항목은 연초, 연말 평균을 기준으로 함

결산 (12월)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
유동자산	17,161	11,640	10,925	12,172	14,337
현금및현금성자산	5,083	2,402	1,649	1,649	2,586
매출채권 및 기타채권	2,713	1,358	1,660	1,819	1,910
재고자산	8,494	6,202	7,231	8,319	9,456
비유동자산	18,112	17,299	16,558	16,938	16,891
유형자산	6,745	6,248	6,171	6,596	6,580
관계기업등 지분관련자산	475	948	616	616	616
기타투자자산	2,092	2,297	2,330	2,330	2,330
자산총계	35,273	28,938	27,484	29,110	31,228
유동부채	14,381	7,753	10,574	11,298	11,754
매입채무 및 기타채무	8,580	5,197	4,907	5,631	6,087
단기차입금	197	896	145	145	145
유동성장기부채	2,499	0	2,998	2,998	2,998
비유동부채	11,697	14,946	11,300	11,300	11,300
장기차입금	0	0	0	0	0
사채	4,989	8,484	5,489	5,489	5,489
부채총계	26,077	22,699	21,874	22,597	23,053
지배지분	9,192	6,235	5,606	6,508	8,168
자본금	2,000	2,000	2,000	2,000	2,000
자본잉여금	1,966	1,966	1,966	1,966	1,966
이익잉여금	6,270	3,418	2,786	3,704	5,378
비지배지분	4	4	4	5	6
자본총계	9,195	6,240	5,610	6,513	8,174
순차입금	8,686	11,719	12,378	12,379	11,441
총차입금	14,123	15,595	14,204	14,204	14,204

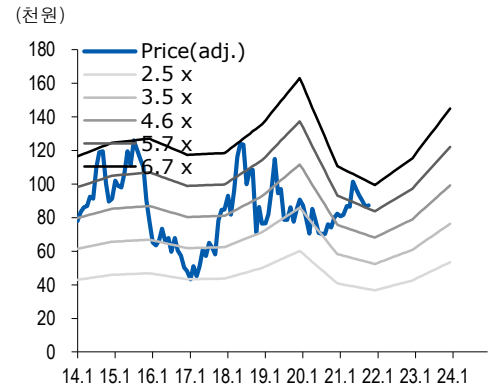
결산 (12월)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
EPS	4,317	-7,226	273	2,668	4,598
BPS	24,282	16,472	14,808	17,192	21,577
EBITDAPS	12,878	966	6,067	8,834	11,373
SPS	142,933	79,702	91,542	120,492	139,645
DPS	350	200	350	350	350
PER	20.0	-10.9	320.4	32.8	19.0
PBR	3.6	4.8	5.9	5.1	4.1
EV/EBITDA	8.3	111.8	19.5	13.4	10.2
PSR	0.6	1.0	1.0	0.7	0.6

결산 (12월)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
매출액 증가율 (%)	21.3	-44.2	14.9	31.6	15.9
영업이익 증가율 (%)	41.5	적전	흑전	90.1	44.6
지배순이익 증가율 (%)	53.9	적전	흑전	85.5	72.2
매출총이익률 (%)	42.3	34.4	45.0	47.9	47.0
영업이익률 (%)	5.2	-5.8	3.2	4.6	5.7
지배순이익률 (%)	3.0	-8.9	0.3	2.2	3.2
EBITDA 마진 (%)	9.0	1.2	6.6	7.3	8.1
ROIC	25.3	-16.9	6.2	16.2	21.8
ROA	5.8	-8.8	0.4	3.7	6.0
ROE	20.2	-36.7	1.9	17.3	24.6
부채비율 (%)	283.6	363.8	389.9	347.0	282.0
순차입금/자기자본 (%)	94.5	188.0	220.8	190.2	140.1
영업이익/금융비용 (배)	7.5	-4.2	2.7	4.9	7.1

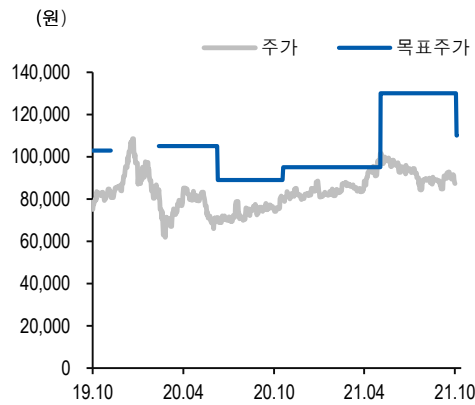
P/E band chart



P/B band chart



호텔신라 (008770) 투자등급 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2021-11-01	BUY	110,000	1년		
2021-06-01	BUY	130,000	1년	-29.00	-21.92
2020-11-16	BUY	95,000	1년	-10.41	6.84
2020-07-07	BUY	89,000	1년	-17.05	-8.54
2020-03-10	BUY	105,000	1년	-28.06	-18.86
2019-10-28	BUY	103,000	1년	-14.53	5.34

자료: 유안타증권

주: 과리율 = (실제주가\* - 목표주가) / 목표주가 X 100

- \* 1) 목표주가 제시 대상시점까지의 "평균주가"
- 2) 목표주가 제시 대상시점까지의 "최고(또는 최저) 주가"

구분	투자의견 비율(%)
Strong Buy(매수)	0.0
Buy(매수)	91.1
Hold(중립)	8.9
Sell(비중축소)	0.0
합계	100.0

주: 기준일 2021-10-28

※해의 계열회사 등이 작성하거나 공표한 리포트는 투자등급 비율 산정시 제외

- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 타인의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인함. (작성자: 이진협)
- 당사는 자료공표일 현재 동 종목 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당 기업과 관련하여 특별한 이해관계가 없습니다.
- 당사는 동 자료를 전문투자자 및 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 자료공표일 현재 대상법인의 주식관련 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 종목 투자등급 (Guide Line): 투자기간 12개월, 절대수익률 기준 투자등급 4단계(Strong Buy, Buy, Hold, Sell)로 구분한다
- Strong Buy: 30%이상 Buy: 10%이상, Hold: -10~10%, Sell: -10%이하로 구분
- 업종 투자등급 Guide Line: 투자기간 12개월, 시가총액 대비 업종 비중 기준의 투자등급 3단계(Overweight, Neutral, Underweight)로 구분
- 2014년 2월21일부터 당사 투자등급이 기존 3단계 + 2단계에서 4단계로 변경

본 자료는 투자자의 투자를 권유할 목적으로 작성된 것이 아니라, 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 작성된 참고 자료입니다. 본 자료는 금융투자분석사가 신뢰할만 하다고 판단되는 자료와 정보에 의거하여 만들어진 것이지만, 당사와 금융투자분석사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없습니다. 따라서, 본 자료를 참고한 투자자의 투자의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않습니다. 또한, 본 자료는 당사 투자자에게만 제공되는 자료로 당사의 동의 없이 본 자료를 무단으로 복제 전송 인용 배포하는 행위는 법으로 금지되어 있습니다.