



# BUY(Maintain)

목표주가: 100,000원  
주가(1/28): 72,000원

시가총액: 28,259억원



### 음식료/유통

Analyst 박상준, CFA

02) 3787-4807 sjpark@kiwoom.com

RA 송민규

02) 3787-5139 mgsong@kiwoom.com

### Stock Data

KOSPI (1/28)	2,663.34pt	
52 주 주가동향	최고가	최저가
최고/최저가 대비	101,500원	70,000원
등락률	-29.1%	2.9%
수익률	절대	상대
1M	-7.9%	4.4%
6M	-23.1%	-6.5%
1Y	-13.0%	0.2%

### Company Data

발행주식수	39,248천주
일평균 거래량(3M)	348천주
외국인 지분율	12.6%
배당수익률(21P)	0.3%
BPS(21P)	14,412원
주요 주주	삼성생명보험 외 5 인 17.3%

### 투자지표

(십억원, IFRS 연결)	2020	2021P	2022F	2023F
매출액	3,188.1	3,779.1	5,115.4	6,118.1
영업이익	-185.3	118.8	198.7	266.8
EBITDA	-125.6	177.8	251.7	315.0
세전이익	-360.7	47.9	142.1	218.5
순이익	-283.3	27.1	107.7	165.6
지배주주지분순이익	-283.4	27.1	107.7	165.6
EPS(원)	-7,085	676	2,693	4,141
증감률(% YoY)	적전	흑전	298.1	53.8
PER(배)	-11.6	106.4	26.7	17.4
PBR(배)	5.28	5.00	4.26	3.45
EV/EBITDA(배)	-29.8	18.0	12.7	10.1
영업이익률(%)	-5.8	3.1	3.9	4.4
ROE(%)	-36.7	4.5	17.2	21.9
순차입금비율(%)	73.1	64.2	53.1	40.8

### Price Trend



# 호텔신라 (008770)

## 동계올림픽 이후 수요 반등 여부가 관건



호텔신라의 4Q21 연결기준 영업이익은 250억원으로 시장 컨센서스를 소폭 하회하였다. 시내점 경쟁강도가 기대 만큼 완화되지 못했기 때문이다. 단기적으로는 동계올림픽 이후 중국 정부의 방역 정책 변화 여부가 중요할 것으로 판단된다. 중국 정부의 정책 변화에 따라, 시내점과 공항점 수요의 회복 강도가 좌우될 가능성이 높기 때문이다.

### >>> 4분기 영업이익 250억원으로 시장 컨센서스 소폭 하회

호텔신라의 4Q21 연결기준 영업이익은 250억원으로 시장 컨센서스를 소폭 하회하였다. 다만, 최근 낮아지고 있던 컨센서스 흐름에는 대체로 부합하였다. **TR 부문**의 4분기 매출액은 3분기 대비 +17% 증가하였다. 시내점과 공항점 모두 3분기 대비 매출액이 각각 +18%, +15% 증가하였다. 타이공 수요 중심의 매출 증가세가 지속된 가운데, 해외공항점의 매출도 3분기 대비 소폭 반등하였다. 다만, 4분기에도 시내점 경쟁강도도 3분기 만큼은 아니었으나, 여전히 높은 편이었다. 이에 따라, 매출 증가 대비 영업이익 증가 폭은 약한 편이었다. **호텔/레저 부문**의 4분기 매출액은 YoY +23%, QoQ +10% 증가하였다. 국내 코로나 재확산에 따른 우려에도 불구하고, 견조한 국내 여행 수요가 지속되면서, 영업이익률도 3분기 대비 +0.8%p 개선되었다.

### >>> 동계올림픽 이후 수요 반등 여부가 관건

4분기 시내면세점 경쟁강도는 3분기 만큼은 아니었으나, 여전히 높은 편이었다. 특히, 동사는 작년에 상반기 대비 하반기에 MS 회복에 중점을 둔 경영전략을 가져갔던 것으로 판단된다.

다만, 작년 말부터 동계올림픽을 앞두고 중국 정부의 방역 정책이 강화되면서, 시내면세점 수요가 다소 약한 흐름이다. 따라서, 단기적으로는 동계올림픽 이후 중국 정부의 정책 변화 여부가 중요할 것으로 판단된다. 만약, 중국 정부의 방역 정책이 완화된다면, 시내점(타이공)과 공항점(아시아 권역 내 해외 여행) 수요가 모두 반등할 가능성이 높아지기 때문이다.

### >>> 투자의견 BUY, 목표주가 100,000원

호텔신라에 대해 투자의견 BUY, 목표주가 100,000원을 제시한다. 4분기 실적 부진으로 일부 눈높이 하향 조정은 불가피하나, 동계올림픽 이후 중국 정부의 방역 정책 변화에 따라, 전사 실적 개선 기대감이 강해질 수 있다.

호텔신라 4Q21 실적 리뷰 (단위: 십억원)

구분	4Q21P	4Q20	(YoY)	3Q21	(QoQ)	컨센서스	(차이)	키움증권	(차이)
매출액	1,129.8	841.9	34.2%	968.7	16.6%	1,007.0	12.2%	1,031.4	9.5%
영업이익	25.0	-35.2	흑전	20.9	19.6%	27.2	-8.1%	33.1	-24.5%
(OPM)	2.2%	-4.2%	6.4%p	2.2%	0.1%p	2.7%	-0.5%p	3.2%	-1.0%p
지배주주순이익	17.7	-113.6	115.6%	-1.2	흑전	22.7	-22.0%	13.9	27.3%

자료: 호텔신라, Fn Guide, 키움증권 리서치

호텔신라 4Q21 실적 리뷰 상세

부문	주요 내용
면세점 매출	- 시내점 +35% YoY/+18% QoQ, 공항점 +48% YoY/+15% QoQ - 타이공 수요 중심으로 매출 증가세 지속. 공항점 매출 증가는 주로 해외공항점에 기인.
면세점 수익성	- 전분기 대비 가파른 순매출 증가에도 불구하고, 영업이익률은 3Q21 과 유사한 수준 기록 - 해외공항점(창이/홍콩) 수익성도 3 분기와 유사한 수준
기타	- 호텔/레저는 국내 코로나 재확산 영향에도 비교적 선방. 매출 +10% QoQ, OPM +0.8%p QoQ

자료: 호텔신라, 키움증권 리서치

호텔신라 실적 추정치 변경 내역 (단위: 십억원)

구분	변경 전			변경 후			차이		
	1Q22E	2022E	2023E	1Q22E	2022E	2023E	1Q22E	2022E	2023E
매출액	1,075.2	4,813.4	5,746.8	1,147.7	5,115.4	6,118.1	6.7%	6.3%	6.5%
영업이익	36.4	217.9	308.7	30.1	198.7	266.8	-17.2%	-8.8%	-13.6%
(OPM)	3.4%	4.5%	5.4%	2.6%	3.9%	4.4%	-0.8%p	-0.6%p	-1.0%p
지배주주순이익	17.3	124.0	199.9	12.1	107.7	165.6	-29.9%	-13.1%	-17.1%

자료: 키움증권 리서치

호텔신라 연결기준 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)	4Q20	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21P	1Q22E	2Q22E	3Q22E	4Q22E	2020	2021P	2022E
<b>영업수익</b>	<b>841.9</b>	<b>727.2</b>	<b>953.4</b>	<b>968.7</b>	<b>1,129.8</b>	<b>1,147.7</b>	<b>1,233.2</b>	<b>1,353.9</b>	<b>1,380.6</b>	<b>3,188.1</b>	<b>3,779.1</b>	<b>5,115.4</b>
(YoY)	-45.5%	-22.9%	82.3%	10.1%	34.2%	57.8%	29.3%	39.8%	22.2%	-44.2%	18.5%	35.4%
TR	742.3	632.4	846.5	857.6	1,007.4	1,036.5	1,113.4	1,230.2	1,247.9	2,801.7	3,343.9	4,628.0
(YoY)	-47.4%	-25.5%	92.7%	11.2%	35.7%	63.9%	31.5%	43.4%	23.9%	-46.1%	19.4%	38.4%
시내	685.8	558.9	772.9	785.0	923.9	944.0	986.5	1,030.9	1,077.2	2,296.0	3,040.7	4,038.5
(YoY)	-27.1%	0.0%	96.4%	19.3%	34.7%	68.9%	27.6%	31.3%	16.6%	-29.9%	32.4%	32.8%
공항	56.5	73.5	73.6	72.6	83.5	92.5	127.0	199.3	170.7	505.7	303.2	589.5
(YoY)	-88.0%	-74.7%	61.1%	-35.9%	47.8%	25.9%	72.5%	174.5%	104.4%	-73.8%	-40.0%	94.4%
호텔&레저	99.6	94.7	106.9	111.1	122.5	111.2	119.8	123.8	132.7	386.3	435.2	487.4
(YoY)	-25.2%	0.2%	27.7%	2.4%	23.0%	17.4%	12.1%	11.4%	8.3%	-25.2%	12.7%	12.0%
서울	29.8	23.6	35.2	33.3	39.6	29.5	40.5	38.3	43.6	116.9	131.7	151.8
제주	20.6	15.2	23.1	23.2	23.7	17.5	25.4	25.5	24.9	70.2	85.2	93.3
스테이	24.7	22.9	29.0	28.8	35.5	29.8	33.4	33.1	39.1	94.3	116.2	135.3
레저	22.6	28.4	19.3	20.5	22.2	29.8	20.3	21.5	23.3	94.9	90.4	94.9
기타	1.9	4.6	0.3	5.3	1.9	4.6	0.3	5.3	1.9	10.0	12.1	12.1
<b>영업이익</b>	<b>-35.2</b>	<b>26.6</b>	<b>46.4</b>	<b>20.9</b>	<b>25.0</b>	<b>30.1</b>	<b>48.6</b>	<b>64.7</b>	<b>55.2</b>	<b>-185.3</b>	<b>118.8</b>	<b>198.7</b>
(YoY)	적전	흑전	흑전	흑전	흑전	13.4%	4.9%	210.0%	121.0%	적전	흑전	67.2%
(OPM)	-4.2%	3.7%	4.9%	2.2%	2.2%	2.6%	3.9%	4.8%	4.0%	-5.8%	3.1%	3.9%
TR	-16.7	41.7	47.1	20.0	23.1	33.2	43.1	56.6	51.0	-127.3	131.9	183.9
(YoY)	적전	흑전	흑전	흑전	흑전	-20.4%	-8.5%	183.0%	120.8%	적전	흑전	39.4%
(OPM)	-2.2%	6.6%	5.6%	2.3%	2.3%	3.2%	3.9%	4.6%	4.1%	-4.5%	3.9%	4.0%
호텔&레저	-18.5	-15.1	-0.7	0.9	1.9	-3.1	5.6	8.1	4.2	-57.9	-13.0	14.8
(OPM)	-18.6%	-15.9%	-0.7%	0.8%	1.6%	-2.8%	4.6%	6.5%	3.2%	-15.0%	-3.0%	3.0%
세전이익	-149.6	1.1	19.4	-0.1	27.6	16.0	34.5	50.5	41.1	-360.7	47.9	142.1
순이익	-113.6	-1.5	12.0	-1.2	17.7	12.1	26.1	38.3	31.1	-283.3	27.1	107.7
<b>(지배)순이익</b>	<b>-113.6</b>	<b>-1.5</b>	<b>12.0</b>	<b>-1.2</b>	<b>17.7</b>	<b>12.1</b>	<b>26.1</b>	<b>38.3</b>	<b>31.1</b>	<b>-283.4</b>	<b>27.1</b>	<b>107.7</b>
(YoY)	적전	적지	흑전	적지	흑전	흑전	117.0%	흑전	76.2%	적전	흑전	298.0%

자료: 회사자료, 키움증권 리서치

포괄손익계산서

(단위 :십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2019A	2020A	2021P	2022F	2023F
<b>매출액</b>	5,717.3	3,188.1	3,779.1	5,115.4	6,118.1
매출원가	3,300.7	2,092.7	2,225.0	3,003.0	3,588.4
매출총이익	2,416.6	1,095.4	1,554.1	2,112.4	2,529.6
판관비	2,120.8	1,280.7	1,435.3	1,913.7	2,262.8
<b>영업이익</b>	295.9	-185.3	118.8	198.7	266.8
<b>EBITDA</b>	353.9	-125.6	177.8	251.7	315.0
영업외손익	-70.3	-175.4	-70.9	-56.6	-48.2
이자수익	12.2	6.9	5.0	3.2	3.5
이자비용	39.6	43.7	38.9	35.8	35.8
외환관련이익	32.1	30.1	30.0	30.0	30.0
외환관련손실	37.9	41.6	30.0	30.0	30.0
종속 및 관계기업손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타	-37.1	-127.1	-37.0	-24.0	-15.9
<b>법인세차감전이익</b>	225.6	-360.7	47.9	142.1	218.5
법인세비용	56.2	-77.3	20.8	34.4	52.9
계속사업손익	169.4	-283.3	27.1	107.7	165.6
<b>당기순이익</b>	169.4	-283.3	27.1	107.7	165.6
<b>지배주주순이익</b>	169.7	-283.4	27.1	107.7	165.6
<b>증감율 및 수익성 (%)</b>					
매출액 증감율	21.3	-44.2	18.5	35.4	19.6
영업이익 증감율	41.5	-162.6	-164.1	67.3	34.3
EBITDA 증감율	24.7	-135.5	-241.6	41.6	25.1
지배주주순이익 증감율	53.8	-267.0	-109.6	297.4	53.8
EPS 증감율	53.9	적전	흑전	298.1	53.8
매출총이익율(%)	42.3	34.4	41.1	41.3	41.3
영업이익률(%)	5.2	-5.8	3.1	3.9	4.4
EBITDA Margin(%)	6.2	-3.9	4.7	4.9	5.1
지배주주순이익률(%)	3.0	-8.9	0.7	2.1	2.7

현금흐름표

(단위 :십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2019A	2020A	2021P	2022F	2023F
<b>영업활동 현금흐름</b>	403.7	-51.7	144.6	164.6	204.8
당기순이익	169.4	-283.3	27.1	107.7	165.6
비현금항목의 가감	341.1	336.4	223.2	217.3	212.4
유형자산감가상각비	65.6	61.8	60.3	54.4	56.8
무형자산감가상각비	14.5	18.7	19.4	19.3	12.2
지분법평가손익	-6.7	-22.9	0.0	0.0	0.0
기타	267.7	278.8	143.5	143.6	143.4
영업활동자산부채증감	-43.5	-62.6	-27.8	-93.5	-88.1
매출채권및기타채권의감소	-28.0	94.7	-44.1	-42.5	-27.3
재고자산의감소	-139.0	218.2	29.7	-73.9	-72.8
매입채무및기타채무의증가	150.3	-294.3	-13.4	22.8	12.0
기타	-26.8	-81.2	0.0	0.1	0.0
기타현금흐름	-63.3	-42.2	-77.9	-66.9	-85.1
<b>투자활동 현금흐름</b>	-92.6	-260.2	-20.0	-70.0	-120.0
유형자산의 취득	-65.8	-47.8	-20.0	-70.0	-120.0
유형자산의 처분	0.4	1.6	0.0	0.0	0.0
무형자산의 순취득	0.0	-0.1	0.0	0.0	0.0
투자자산의감소(증가)	-3.9	-54.9	0.0	0.0	0.0
단기금융자산의감소(증가)	-13.0	-112.0	0.0	0.0	0.0
기타	-10.3	-47.0	0.0	0.0	0.0
<b>재무활동 현금흐름</b>	-87.2	47.8	-146.2	-215.2	-96.2
차입금의 증가(감소)	108.6	170.6	-50.0	-119.0	0.0
자본금, 자본잉여금의 증가(감소)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자기주식처분(취득)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
배당금지급	-13.3	-13.3	-7.6	-7.6	-7.6
기타	-182.5	-109.5	-88.6	-88.6	-88.6
기타현금흐름	2.4	-4.0	-69.6	12.1	30.2
<b>현금 및 현금성자산의 순증가</b>	226.4	-268.1	-91.1	-108.5	18.8
기초현금 및 현금성자산	281.9	508.3	240.2	149.0	40.5
기말현금 및 현금성자산	508.3	240.2	149.0	40.5	59.3

자료: 키움증권 리서치

재무상태표

(단위 :십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2019A	2020A	2021P	2022F	2023F
<b>유동자산</b>	1,716.1	1,164.0	1,087.3	1,095.1	1,213.9
현금 및 현금성자산	508.3	240.2	149.0	40.5	59.3
단기금융자산	35.4	147.4	147.4	147.4	147.4
매출채권 및 기타채권	271.3	135.8	180.0	222.4	249.7
재고자산	849.4	620.2	590.5	664.3	737.1
기타유동자산	51.7	20.4	20.4	20.5	20.4
<b>비유동자산</b>	1,811.2	1,729.9	1,569.1	1,565.4	1,616.5
투자자산	256.7	311.6	311.6	311.6	311.6
유형자산	674.5	624.8	584.5	600.1	663.3
무형자산	56.1	54.0	34.6	15.2	3.1
기타비유동자산	823.9	739.5	638.4	638.5	638.5
<b>자산총계</b>	3,527.3	2,893.8	2,656.4	2,660.4	2,830.4
<b>유동부채</b>	1,438.1	775.3	1,011.9	915.7	927.7
매입채무 및 기타채무	858.0	519.7	506.3	529.2	541.1
단기금융부채	418.8	161.6	411.5	292.5	292.5
기타유동부채	161.3	94.0	94.1	94.0	94.1
<b>비유동부채</b>	1,169.7	1,494.6	1,067.6	1,067.6	1,067.6
장기금융부채	1,142.7	1,469.9	1,042.9	1,042.9	1,042.9
기타비유동부채	27.0	24.7	24.7	24.7	24.7
<b>부채총계</b>	2,607.7	2,269.9	2,079.5	1,983.4	1,995.4
<b>지배자본</b>	919.2	623.5	576.5	676.6	834.6
자본금	200.0	200.0	200.0	200.0	200.0
자본잉여금	196.6	196.6	196.6	196.6	196.6
기타자본	-104.5	-104.5	-104.5	-104.5	-104.5
기타포괄손익누계액	0.1	-10.4	-76.9	-76.9	-76.9
이익잉여금	627.0	341.8	361.2	461.4	619.4
비지배자본	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4
<b>자본총계</b>	919.5	624.0	576.9	677.0	835.1

투자지표

(단위 :원, %, 배)

12월 결산, IFRS 연결	2019A	2020A	2021P	2022F	2023F
<b>주당지표(원)</b>					
EPS	4,243	-7,085	676	2,693	4,141
BPS	22,979	15,588	14,412	16,914	20,865
CFPS	12,764	1,327	6,257	8,124	9,451
DPS	350	200	200	200	200
<b>주가배수(배)</b>					
PER	21.4	-11.6	106.4	26.7	17.4
PER(최고)	27.8	-15.7	152.3		
PER(최저)	16.3	-8.6	103.5		
PBR	3.95	5.28	5.00	4.26	3.45
PBR(최고)	5.14	7.12	7.15		
PBR(최저)	3.02	3.89	4.86		
PSR	0.64	1.03	0.76	0.56	0.47
PCFR	7.1	62.0	11.5	8.9	7.6
EV/EBITDA	10.8	-29.8	18.0	12.7	10.1
<b>주요비율(%)</b>					
배당성향(% ,보통주, 현금)	7.7	-2.6	27.4	6.9	4.5
배당수익률(% ,보통주, 현금)	0.4	0.2	0.3	0.3	0.3
ROA	5.8	-8.8	1.0	4.1	6.0
ROE	20.2	-36.7	4.5	17.2	21.9
ROIC	15.2	-15.4	4.0	9.8	12.5
매출채권회전율	23.3	15.7	23.9	25.4	25.9
재고자산회전율	7.4	4.3	6.2	8.2	8.7
부채비율	283.6	363.8	360.5	293.0	238.9
순차입금비율	24.4	73.1	64.2	53.1	40.8
이자보상배율	7.5	-4.2	3.1	5.6	7.5
<b>총차입금</b>	768.5	843.7	666.7	547.7	547.7
순차입금	224.8	456.1	370.2	359.8	341.0
NOPLAT	193.9	-241.8	55.4	134.9	186.5
FCF	165.0	-270.1	87.3	45.2	47.3

Compliance Notice

- 당사는 1월 28일 현재 '호텔신라' 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사는 자료 작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

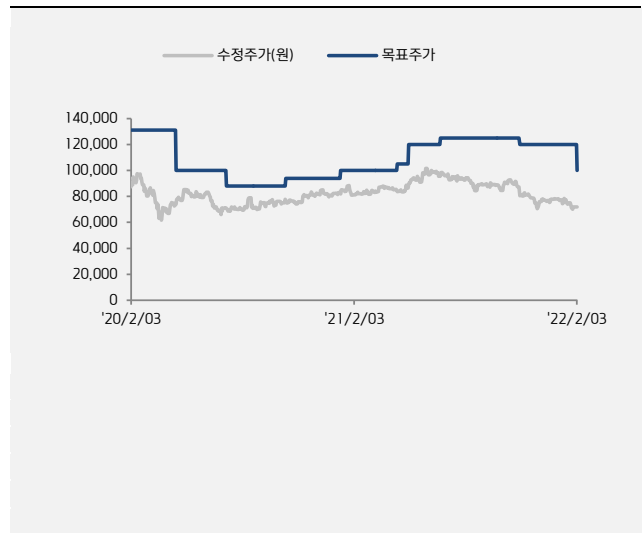
고지사항

- 본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없고, 통지 없이 의견이 변경될 수 있습니다.
- 본 조사분석자료는 유가증권 투자를 위한 정보제공을 목적으로 당사 고객에게 배포되는 참고자료로서, 유가증권의 종류, 종목, 매매의 구분과 방법 등에 관한 의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않으며 법적 분쟁에서 증거로 사용 될 수 없습니다.
- 본 조사 분석자료를 무단으로 인용, 복제, 전시, 배포, 전송, 편집, 번역, 출판하는 등의 방법으로 저작권을 침해하는 경우에는 관련법에 의하여 민·형사상 책임을 지게 됩니다.

투자의견변동내역(2개년)

종목명	일자	투자의견	목표주가	목표 가격 대상 시점	과리율(%)	
					평균 주가대비	최고 주가대비
호텔신라 (008770)	2020-02-03	BUY(Maintain)	131,000원	6개월	-38.87	-25.50
	2020-04-16	BUY(Maintain)	100,000원	6개월	-22.67	-20.60
	2020-04-27	BUY(Maintain)	100,000원	6개월	-22.21	-14.80
	2020-07-08	BUY(Maintain)	88,000원	6개월	-16.98	-10.34
	2020-10-13	BUY(Maintain)	94,000원	6개월	-19.36	-17.87
	2020-11-02	BUY(Maintain)	94,000원	6개월	-15.07	-9.57
	2021-01-11	BUY(Maintain)	100,000원	6개월	-15.43	-11.50
	2021-02-01	BUY(Maintain)	100,000원	6개월	-15.68	-11.50
	2021-04-14	BUY(Maintain)	105,000원	6개월	-19.36	-15.62
	2021-05-03	BUY(Maintain)	120,000원	6개월	-20.24	-15.42
	2021-06-24	BUY(Maintain)	125,000원	6개월	-23.56	-21.28
	2021-07-15	BUY(Maintain)	125,000원	6개월	-24.14	-21.28
	2021-08-02	BUY(Maintain)	125,000원	6개월	-26.74	-21.28
	2021-09-29	BUY(Maintain)	125,000원	6개월	-27.19	-21.28
	2021-11-01	BUY(Maintain)	120,000원	6개월	-35.66	-31.08
	2022-02-03	BUY(Maintain)	100,000원	6개월		

목표주가추이(2개년)



\*주가는 수정주가를 기준으로 과리율을 산출하였음.

투자의견 및 적용기준

기업	적용기준(6개월)
Buy(매수)	시장대비 +20% 이상 주가 상승 예상
Outperform(시장수익률 상회)	시장대비 +10~+20% 주가 상승 예상
Marketperform(시장수익률)	시장대비 +10~-10% 주가 변동 예상
Underperform(시장수익률 하회)	시장대비 -10~-20% 주가 하락 예상
Sell(매도)	시장대비 -20% 이하 주가 하락 예상

업종	적용기준(6개월)
Overweight (비중확대)	시장대비 +10% 이상 초과수익 예상
Neutral (중립)	시장대비 +10~-10% 변동 예상
Underweight (비중축소)	시장대비 -10% 이상 초과하락 예상

투자등급 비율 통계 (2021/01/01~2021/12/31)

매수	중립	매도
97.56%	2.44%	0.00%