

2022. 2. 3



## ▲ 유동

Analyst 최윤희

02. 6454-4888

yoonhee.choi@meritz.co.kr

## Buy

적정주가 (12개월) 90,000 원

현재주가 (1.28) 72,000 원

상승여력 25.0%

KOSPI 2,663.34pt

시가총액 28,259억원

발행주식수 3,925만주

유동주식비율 77.22%

외국인비중 12.65%

52주 최고/최저가 101,500원/70,000원

평균거래대금 265.7억원

## 주요주주(%)

삼성생명보험 외 5 인 17.34

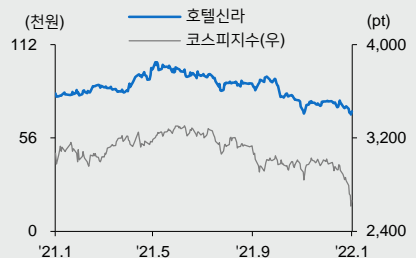
국민연금공단 8.58

주가상승률(%) 1개월 6개월 12개월

절대주가 -7.9 -23.1 -13.0

상대주가 4.4 -6.5 0.2

## 주가그래프



## 호텔신라 008770

## 4Q21 Review: 낮아지는 눈높이

- ✓ 4Q21: 연결 매출액 1조 1,299억원(+34.2% YoY; 이하 YoY), 영업이익 250억원(흑자전환) 기록
- ✓ 면세: 3분기와 유사한 실적 기록 ∴ 도매(다이공) 의존도 절대적인 상황 유지
- ✓ 다이공향 마케팅비 총매출 비중: 4Q21 44.6% > 2020년 42.9% 추산
- ✓ 호텔/레저: 호텔 매출 회복 → 흑자 전환 기조 유지 → OPM +0.7%p QoQ
- ✓ 투자의견 Buy 유지 및 적정주가 90,000원으로 하향

## 4Q21: 낮아지는 눈높이

호텔신라는 2021년 4분기 연결 매출액 1조 1,299억원(+34.2% YoY; 이하 YoY), 영업이익 250억원(흑자전환)을 기록했다. 낮아진 눈높이에 부합하는 면세 실적이다. 호텔/레저 부문은 성수기에 힘입어 흑자 전환 기조를 이어갔으나 전사 이익에의 기여도가 아쉽다.

[면세] 매출액 1조 74억원(+35.7%), 영업이익 231억원(흑자전환)을 시현했다. 국내 면세의 영업환경은 전분기와 유사했다. 시내점 중심의 도매(=다이공) 매출 증대를 위한 비용 지출이 지속된 데 따른다(총매출 대비 비중 추산: 4Q21 44.6% > 2020년 42.9%). 해외 공항점은 백신 접종자 중심으로 여행 수요가 소폭 회복된 점이 긍정적이었다.

[호텔/레저] 매출액 1,225억원(+23.0%), 영업이익 19억원(흑자전환)을 기록했다. 호텔 부문의 매출 회복이 전분기에 이어 흑자 전환을 이끌며 수익성이 개선됐다 (OPM +0.7%p QoQ).

## 투자의견 Buy 유지 및 적정주가 90,000원으로 하향

2022년 상반기 내 국내 면세 업황 개선에 대한 기대는 어렵겠다. 1분기 역시 베이징 동계올림픽 영향으로 방역기준이 강화되며 중국 도매상들의 이동 제한이 우려되는 탓이다. 또한 2월 3일 이후 시행되는 '면세품 현장인도 규제' 영향에서 완전히 자유롭지 못한 점도 한 몫한다(국산 화장품 비중 20% 추산). 다만 규제에 대한 대안으로 중국의 역직구 허용안 등이 고려되고 있는 점은 우려의 완화 요소이다. 동사의 유의미한 실적 개선은 2022년 하반기 이후 가능하겠다. 점진적 여행 수요 회복을 감안, 긴 호흡에서 접근을 권고한다.

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2019	5,717.3	295.9	169.7	4,317	53.7	22,979	21.0	4.0	9.0	20.2	283.6
2020	3,188.1	-185.3	-283.4	-7,226	-267.6	15,588	-11.4	5.3	117.3	-36.7	363.8
2021P	3,779.2	118.8	27.1	685	-109.5	14,539	113.9	5.4	18.2	4.5	444.0
2022E	4,409.3	153.1	82.9	2,108	207.8	16,422	34.2	4.4	15.7	13.4	404.0
2023E	5,120.6	205.3	125.8	3,201	51.8	19,377	22.5	3.7	13.6	17.6	362.8

표1 호텔신라(연결) 실적 추이 및 전망											
(십억원, %)	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21P	2020	2021P	2022E
<b>매출액</b>	<b>943.7</b>	<b>523.0</b>	<b>879.5</b>	<b>841.9</b>	<b>727.2</b>	<b>953.4</b>	<b>968.7</b>	<b>1,129.9</b>	<b>3,188.1</b>	<b>3,779.2</b>	<b>4,409.3</b>
면세점	849.2	439.2	771.0	742.3	632.4	846.5	857.6	1,007.4	2,801.7	3,343.9	3,934.8
국내	689.4	429.6	707.2	697.2	566.3	776.3	789.5	929.5	2,523.4	3,061.6	3,465.7
해외	159.8	9.6	63.8	45.1	66.1	70.2	68.1	77.9	278.3	282.3	469.0
호텔/레저	94.5	83.7	108.5	99.6	94.7	106.9	111.1	122.5	386.3	435.2	474.5
호텔	61.4	63.6	81.3	75.1	61.7	87.3	85.3	98.8	281.4	333.1	361.2
레저	28.9	19.6	23.8	22.6	28.4	19.3	20.5	22.2	94.9	90.4	101.2
<b>영업이익</b>	<b>-66.8</b>	<b>-63.4</b>	<b>-19.8</b>	<b>-35.2</b>	<b>26.6</b>	<b>46.4</b>	<b>20.9</b>	<b>25.0</b>	<b>-185.3</b>	<b>118.8</b>	<b>153.1</b>
면세점	-49.0	-47.4	-14.2	-16.7	41.7	47.1	20.0	23.1	-127.3	131.9	148.7
국내	-37.0	-36.1	-22.3	-20.6	37.5	39.0	17.1	20.1	-115.9	113.6	118.0
해외	-12.0	-11.3	8.1	3.9	4.2	8.1	2.9	3.0	-11.4	18.3	30.7
호텔/레저	-17.8	-16.0	-5.6	-18.5	-15.1	-0.7	0.9	1.9	-57.9	-13.0	4.5
<b>영업이익률</b>	<b>-7.1</b>	<b>-12.1</b>	<b>-2.3</b>	<b>-4.2</b>	<b>3.7</b>	<b>4.9</b>	<b>2.2</b>	<b>2.2</b>	<b>-5.8</b>	<b>3.1</b>	<b>3.5</b>
면세점	-5.8	-10.8	-1.8	-2.2	6.6	5.6	2.3	2.3	-4.5	3.9	3.8
국내	-5.4	-8.4	-3.2	-2.9	6.6	5.0	2.2	2.2	-4.6	3.7	3.4
해외	-7.5	-118.4	12.7	8.5	6.4	11.5	4.3	3.8	-4.1	6.5	6.5
호텔/레저	-18.8	-19.1	-5.2	-18.6	-15.9	-0.7	0.8	1.6	-15.0	-3.0	0.9
<b>(% YoY)</b>											
<b>매출액</b>	<b>-29.7</b>	<b>-61.4</b>	<b>-40.4</b>	<b>-45.5</b>	<b>-22.9</b>	<b>82.3</b>	<b>10.1</b>	<b>34.2</b>	<b>-44.2</b>	<b>18.5</b>	<b>16.7</b>
면세점	-30.7	-64.2	-42.4	-47.4	-25.5	92.7	11.2	35.7	-46.1	19.4	17.7
국내	-27.5	-55.6	-34.2	-39.8	-17.9	80.7	11.6	33.3	-39.2	21.3	13.2
해외	-41.9	-96.3	-75.8	-82.1	-58.6	633.4	6.6	72.7	-73.5	1.4	66.1
호텔/레저	-19.9	-34.8	-20.6	-25.2	0.2	27.7	2.4	23.0	-25.2	12.7	9.0
호텔	-24.1	-33.8	-21.2	-26.4	0.5	37.3	4.9	31.6	-26.4	18.4	8.4
레저	-13.7	-37.4	-19.6	-24.9	-1.7	-1.5	-13.9	-1.8	-23.8	-4.7	12.0
<b>영업이익</b>	<b>적전</b>	<b>적전</b>	<b>적전</b>	<b>적전</b>	<b>흑전</b>	<b>흑전</b>	<b>흑전</b>	<b>흑전</b>	<b>적전</b>	<b>흑전</b>	<b>28.8</b>
면세점	적전	적전	적전	적전	흑전	흑전	흑전	흑전	적전	흑전	12.7
국내	적전	적전	적전	적전	흑전	흑전	흑전	흑전	적전	흑전	3.9
해외	적전	적지	흑전	흑전	흑전	흑전	-63.6	-22.8	적지	흑전	68.0
호텔/레저	적지	적전	적전	적전	적지	적지	흑전	흑전	적전	적지	흑전

자료: 호텔신라, 메리츠증권 리서치센터

표2 면세점 실적 추이 및 전망

(십억원, %)	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21P	2020	2021P	2022E
<b>매출액</b>	<b>849.2</b>	<b>439.2</b>	<b>771.0</b>	<b>742.3</b>	<b>632.4</b>	<b>846.5</b>	<b>857.6</b>	<b>1,007.4</b>	<b>2,801.7</b>	<b>3,343.9</b>	<b>3,934.8</b>
국내면세	689.4	429.6	707.2	697.2	566.3	776.3	789.5	929.5	2,523.4	3,061.6	3,465.7
시내점	558.9	393.5	657.8	685.8	558.9	772.9	785.0	923.9	2,296.0	3,040.7	3,223.1
공항점	130.5	36.1	49.4	11.4	7.4	3.4	4.5	5.6	227.4	20.9	242.6
해외면세	159.8	9.6	63.8	45.1	66.1	70.2	68.1	77.9	278.3	282.3	469.0
싱가포르	95.8	5.7	38.3	27.1	40.0	42.5	41.2	45.6	166.9	169.2	288.5
홍콩/마카오	63.9	3.8	25.5	18.1	26.1	27.8	26.9	32.3	111.4	113.1	180.6
<b>(% YoY)</b>											
<b>매출액</b>	<b>-30.7</b>	<b>-64.2</b>	<b>-42.4</b>	<b>-47.4</b>	<b>-25.5</b>	<b>92.7</b>	<b>11.2</b>	<b>35.7</b>	<b>-46.1</b>	<b>19.4</b>	<b>17.7</b>
국내면세	-27.5	-55.6	-34.2	-39.8	-17.9	80.7	11.6	33.3	-39.2	21.3	13.2
시내점	-22.5	-48.0	-23.2	-27.1	0.0	96.4	19.3	34.7	-29.9	32.4	6.0
공항점	-43.1	-82.9	-77.4	-94.8	-94.3	-90.7	-90.8	-51.0	-74.1	-90.8	1,060.8
해외면세	-41.9	-96.3	-75.8	-82.1	-58.6	633.4	6.6	72.7	-73.5	1.4	66.1
싱가포르	-44.3	-96.5	-76.8	-82.8	-58.3	639.5	7.5	68.4	-74.6	1.4	70.5
홍콩/마카오	-37.9	-96.0	-74.1	-80.9	-59.1	624.2	5.3	79.1	-71.7	1.6	59.6

자료: 호텔신라, 메리츠증권 리서치센터

표3 호텔/레저 실적 추이 및 전망

(십억원, %)	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21P	2020	2021P	2022E
<b>매출액</b>	<b>94.5</b>	<b>83.7</b>	<b>108.5</b>	<b>99.6</b>	<b>94.7</b>	<b>106.9</b>	<b>111.1</b>	<b>122.5</b>	<b>386.3</b>	<b>435.2</b>	<b>474.5</b>
호텔	61.4	63.6	81.3	75.1	61.7	87.3	85.3	98.8	281.4	333.1	361.2
서울	27.7	27.2	32.2	29.8	23.6	35.2	33.3	39.6	116.9	131.7	141.7
제주	11.5	15.5	22.6	20.6	15.2	23.1	23.2	23.7	70.2	85.2	92.5
스테이	22.2	20.9	26.5	24.7	22.9	29.0	28.8	35.5	94.3	116.2	127.0
레저	28.9	19.6	23.8	22.6	28.4	19.3	20.5	22.2	94.9	90.4	101.2
<b>(% YoY)</b>											
<b>매출액</b>	<b>-19.9</b>	<b>-34.8</b>	<b>-20.6</b>	<b>-25.2</b>	<b>0.2</b>	<b>27.7</b>	<b>2.4</b>	<b>23.0</b>	<b>-25.2</b>	<b>12.7</b>	<b>9.0</b>
호텔	-24.1	-33.8	-21.2	-26.4	0.5	37.3	4.9	31.6	-26.4	18.4	8.4
서울	-19.0	-36.3	-22.6	-34.4	-14.8	29.4	3.4	32.9	-28.7	12.7	7.6
제주	-30.3	-19.3	-6.6	14.4	32.2	49.0	2.7	15.0	-9.9	21.4	8.5
스테이	-26.5	-38.9	-29.1	-36.0	3.2	38.8	8.7	43.7	-32.8	23.2	9.3
레저	-13.7	-37.4	-19.6	-24.9	-1.7	-1.5	-13.9	-1.8	-23.8	-4.7	12.0

자료: 호텔신라, 메리츠증권 리서치센터

## 호텔신라 (008770)

## Income Statement

(십억원)	2019	2020	2021P	2022E	2023E
매출액	5,717.3	3,188.1	3,779.2	4,409.3	5,120.6
매출액증가율 (%)	21.3	-44.2	18.5	16.7	16.1
매출원가	3,300.7	2,092.7	2,192.8	2,578.3	2,993.4
매출총이익	2,416.6	1,095.4	1,586.4	1,831.0	2,127.2
판매관리비	2,120.8	1,280.7	1,467.6	1,677.9	1,922.0
영업이익	295.9	-185.3	118.8	153.1	205.3
영업이익률	5.2	-5.8	3.1	3.5	4.0
금융손익	-27.4	-36.2	-34.1	-30.8	-30.1
종속/관계기업손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	-42.9	-139.2	-36.8	-16.0	-13.8
세전계속사업이익	225.6	-360.7	47.9	106.3	161.3
법인세비용	56.2	-77.3	20.9	23.4	35.5
당기순이익	169.4	-283.4	27.1	82.9	125.8
지배주주지분 순이익	169.7	-283.4	27.1	82.9	125.8

## Statement of Cash Flow

(십억원)	2019	2020	2021P	2022E	2023E
영업활동 현금흐름	403.7	-51.7	143.5	217.6	231.1
당기순이익(손실)	169.4	-283.4	27.1	82.9	125.8
유형자산상각비	204.8	205.2	110.2	100.1	88.9
무형자산상각비	14.5	18.7	16.2	11.5	8.3
운전자본의 증감	-43.5	-62.6	-104.2	-21.3	-36.1
투자활동 현금흐름	-92.6	-260.2	-214.7	-132.9	-177.4
유형자산의증가(CAPEX)	-65.8	-47.8	-18.0	-60.0	-54.0
투자자산의감소(증가)	-3.9	-67.8	-110.8	-50.1	-84.8
재무활동 현금흐름	-87.2	47.8	18.7	-79.2	-61.1
차입금의 증감	902.6	69.9	95.9	-27.2	-9.2
자본의 증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	226.4	-268.1	-46.2	5.6	-7.4
기초현금	281.9	508.3	240.2	193.9	199.6
기말현금	508.3	240.2	193.9	199.6	192.2

## Balance Sheet

(십억원)	2019	2020	2021P	2022E	2023E
유동자산	1,716.1	1,164.0	1,433.8	1,582.2	1,816.8
현금및현금성자산	508.3	240.2	193.9	199.6	192.2
매출채권	123.6	28.6	38.3	42.8	50.2
재고자산	849.4	620.2	832.4	928.3	1,090.7
비유동자산	1,811.2	1,729.9	1,732.4	1,730.8	1,772.5
유형자산	674.5	624.8	575.8	535.7	500.8
무형자산	56.1	54.0	41.6	30.1	21.8
투자자산	256.7	324.5	435.3	485.4	570.2
자산총계	3,527.3	2,893.8	3,166.2	3,313.1	3,589.3
유동부채	1,438.1	775.3	1,220.1	1,274.5	1,412.5
매입채무	433.3	137.9	185.1	206.4	242.6
단기차입금	19.7	89.6	15.1	16.3	17.7
유동성장기부채	249.9	0.0	284.9	232.0	189.0
비유동부채	1,169.7	1,494.6	1,364.0	1,381.2	1,401.3
사채	498.9	848.4	802.3	815.6	829.2
장기차입금	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
부채총계	2,607.7	2,269.9	2,584.2	2,655.7	2,813.7
자본금	200.0	200.0	200.0	200.0	200.0
자본잉여금	196.6	196.6	196.6	196.6	196.6
기타포괄이익누계액	0.1	-10.4	-4.0	-4.0	-4.0
이익잉여금	627.0	341.8	293.5	368.8	487.0
비지배주주지분	0.4	0.4	0.5	0.5	0.5
자본총계	919.5	624.0	582.0	657.4	775.6

## Key Financial Data

	2019	2020	2021P	2022E	2023E
주당데이터(원)					
SPS	145,671	81,229	96,290	112,343	130,468
EPS(지배주주)	4,317	-7,226	685	2,108	3,201
CFPS	13,008	1,352	6,514	6,415	7,421
EBITDAPS	13,125	985	6,247	6,746	7,706
BPS	22,979	15,588	14,539	16,422	19,377
DPS	350	200	200	200	200
배당수익률(%)	0.4	0.2	0.3	0.3	0.3
Valuation(Multiple)					
PER	21.0	-11.4	113.9	34.2	22.5
PCR	7.0	60.9	12.0	11.2	9.7
PSR	0.6	1.0	0.8	0.6	0.6
PBR	4.0	5.3	5.4	4.4	3.7
EBITDA	515.1	38.6	245.2	264.8	302.5
EV/EBITDA	9.0	117.3	18.2	15.7	13.6
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	20.2	-36.7	4.5	13.4	17.6
EBITDA 이익률	9.0	1.2	6.5	6.0	5.9
부채비율	283.6	363.8	444.0	404.0	362.8
금융비용부담률	0.7	1.4	1.1	1.0	0.9
이자보상배율(x)	7.5	-4.2	2.9	3.4	4.6
매출채권회전율(x)	52.4	41.9	113.0	108.8	110.1
재고자산회전율(x)	7.4	4.3	5.2	5.0	5.1

## Compliance Notice

본 조사분석자료는 제3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다. 당사는 자료작성일 현재 본 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다. 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 해당 종목과 재산적 이해관계가 없습니다. 본 자료에 게재된 내용은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 신의 성실하게 작성되었음을 확인합니다.

본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 본 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 투자 결과와 관련한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 당사의 허락 없이 복사, 대여, 배포 될 수 없습니다.

## 투자등급 관련사항 (2019년 9월 16일부터 기준 변경 시행)

기업	향후 12개월간 추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미	
추천기준일 직전 1개월간 증가대비 3등급	Buy	추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 +20% 이상
	Hold	추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 -20% 이상 ~ +20% 미만
	Sell	추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 -20% 미만
산업	시가총액기준 산업별 시장비중 대비 보유비중의 변화를 추천	
추천기준일 시장지수대비 3등급	Overweight (비중확대)	
	Neutral (중립)	
	Underweight (비중축소)	

## 투자 의견 비율

투자 의견	비율
매수	80.1%
중립	19.9%
매도	0.0%

2021년 12월 31일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

## 호텔신라 (008770) 투자등급변경 내용

\* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

변경일	자료형식	투자 의견	적정주가 (원)	담당자	과리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
2019.11.13	산업분석	Buy	105,000	양지혜	-20.5	-13.5	
2019.12.31				Univ Out			
2021.09.27	산업분석	Buy	110,000	최윤희	-26.1	-15.6	
2022.01.17	기업브리프	Buy	100,000	최윤희	-26.9	-24.9	
2022.02.03	기업브리프	Buy	90,000	최윤희	-	-	