

## Company Update

Analyst 안지영

02) 6915-5675

jyahn@ibks.com

## 매수 (유지)

목표주가 120,000원

현재가 (2/3) 72,100원

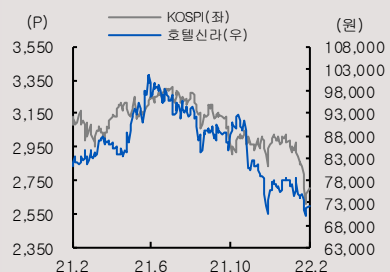
KOSPI (2/3)	2,707.82pt
시가총액	2,881십억원
발행주식수	40,000천주
액면가	5,000원
52주 최고가	101,500원
최저가	70,000원
60일 일평균거래대금	26십억원
외국인 지분율	12.7%
배당수익률 (2021F)	0.3%

주주구성	
삼성생명보험 외 5 인	17.34%
국민연금공단	8.58%

주가상승	1M	6M	12M
상대기준	2%	-7%	3%
절대기준	-8%	-22%	-11%

	현재	직전	변동
투자이건	매수	매수	-
목표주가	120,000	120,000	-
EPS(21)	686	392	▲
EPS(22)	1,958	1,957	▲

## 호텔신라 주가추이



본 조식분석자료는 당사 리서치본부에서 신뢰할 만한 자료 및 정보를 바탕으로 작성한 것이나 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으며, 과거의 자료를 기초로 한 투자참고 자료로서 향후 주가 움직임은 과거의 패턴과 다를 수 있습니다. 고객께서는 자신의 판단과 책임 하에 종목 선택이나 투자시기에 대해 최종 결정하시기 바라며, 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

## 호텔신라 (008770)

## 3월 이후 점진적 회복 전망

## 시장 우려대비 사업부간 안정성 확인

2021년 4분기(yoy) 매출액은 11,299억원(+34%), 영업이익 250억원(흑자전환), 순이익 177억원(흑자전환)으로 매출액은 기대치를 상회한 반면 영업이익은 컨센서스에 13.2% 하회했다. 면세점 매출액 10,074억원 +35.7%, 영업이익 231억원(전년 -167억원), 호텔&레저 매출액 1,225억원 +23%, 영업이익 19억원(전년 -185억원)으로 전 부문에서 턴어라운드를 나타냈다. 업계 전체적으로 알선수수료 경쟁이 지속되었다. 1) 시내 면세점 매출액은 24%(yoy)로 시장(21.4Q 14%)을 상회했다. 공항 매출액도 11%(yoy) 증가했는데 싱가포르와 마카오를 중심으로 일시적인 백신패스를 반영한 것으로 분석된다. 인천공항 T2 임대료는 효율제 적용도 유지되었다. 2) 호텔&레저는 호텔 투숙률이 서울(49%, 1%p qoq), 제주(77%, 2%p yoy, 7% qoq), 신라스테이(74%, 8%p yoy, 10% qoq) 모두 상승했지만 일부 객실 제한 영향으로 객단가는 최대 성수기대비 하락 압력이 작용했다.

## 22년 1분기 말 알선수수료 경쟁 고요율 하향 평준화 전망

2021년 하반기 다이고 알선수수료율은 40%에 가까운 고요율이 유지된 것으로 예상된다. 4분기에도 제한된 도매 거래를 중심으로 높은 알선수수료 경쟁은 불가피했기 때문이다. 그럼에도 서울점과 온라인을 중심으로 핵심 SKU의 재고 소진으로 시장 환경대비 매출액과 수익성도 양호한 수준을 시현한 것으로 판단된다. 22년 1분기 오미크론 확산과 북경올림픽으로 1월~2월대비 3월 점진적인 통관 회복이 기대된다. 다이고 알선수수료율 또한 3월(중국 온라인 이벤트 3.8부녀절)을 앞두고 거래량 확대에 따른 하향 안정화가 가능할 전망이다기 때문이다.

## 서울점과 호텔로 안정적 흐름 유지 목표주가 12만원 매수 유지

22년에도 면세 환경은 중국 정부 차원의 내수 면세 강화와 중국 화장품 성장률 둔화, 국내 후발 면세점들의 마케팅 강화로 여전히 부담스러운 상황이다. 그럼에도 4분기 결과에 근거할 때 본점을 중심으로 핵심SKU 경쟁우위, 호텔 부문의 투숙률 회복 기조 등 코로나19 발생 이후 최적화된 사업모델을 충분히 이어갈 전망이다. 한편 국산품의 현장인도 제한 등의 부정적 정책이 예고되고 있는 반면 해외 역직구 모델도 타진 중에 있어 향후 고요율의 알선수수료 안정화 시점에도 센터먼트 회복이 전망되어 목표주가 12만원과 매수의견을 유지한다.

(단위:십억원배)	2019	2020	2021F	2022F	2023F
매출액	5,717	3,188	3,779	4,221	4,780
영업이익	296	-185	119	167	191
세전이익	226	-361	48	106	123
지배주주순이익	170	-283	27	78	90
EPS(원)	4,243	-7,085	686	1,958	2,262
증가율(%)	53.9	-267.0	-109.7	185.5	15.5
영업이익률(%)	5.2	-5.8	3.1	4.0	4.0
순이익률(%)	3.0	-8.9	0.7	1.8	1.9
ROE(%)	20.2	-36.7	4.6	12.7	13.1
PER	21.4	-11.6	113.7	36.8	31.9
PBR	4.0	5.3	5.4	4.4	3.9
EV/EBITDA	8.7	118.9	17.4	16.1	12.0

자료: Company data, IBK투자증권 예상

표 1. 호텔신라 2021년 4분기 전사 실적 - 연결 기준

(단위: 억원, %, p)

	20.4Q	21.3Q	21.4Q(P)	QoQ	YoY	컨센서스	차이	IBK	차이		
매출액	8,419	9,687	11,299	16.6	34.2	10,064	12.3	9,389	20.3		
영업이익	-352	209	250	19.8	흑자전환	288	-13.2	282	-11.4		
영업이익률	-4.2	2.2	2.2	0.1	6.4	2.9	-0.6	3.0	-0.8		
순이익	-1136	-12	177	적자전환	적자지속	112	57.6	59	199.7		
	매출액				영업이익				영업이익률		
	20.4Q	21.4Q(P)	YoY	비중	20.4Q	21.4Q(P)	YoY	비중	20.4Q	21.4Q(P)	YoY
전체	8,419	11,299	34.2	100.0	-352	250	흑자전환	100.0	-4.2	2.2	6.4
TR	7,423	10,074	35.7	89.2	-167	231	흑자전환	92.4	-2.2	2.3	4.5
호텔&레저	996	1,225	23.0	10.8	-185	19	흑자전환	7.6	-18.6	1.6	20.1

자료: 호텔신라, IBK투자증권

표 2. 호텔신라 연결기준 2021년 전망치 변화

(단위: 억원, %, p)

	2021F 변경 전				2021F 변경 후				2021F 변경 전	YoY	2021F 변경 후	YoY
	1Q	2Q	3Q	4QF	1Q	2Q	3Q	4QP				
매출액	7,271	9,534	9,687	9,389	7,271	9,534	9,687	11,299	35,881	12.6	37,791	18.5
TR	6,324	8,465	8,576	8,198	6,324	8,465	8,576	10,074	31,563	12.7	33,439	19.4
시내	5,589	7,729	7,850	7,449	5,589	7,729	7,850	9,239	28,617	24.6	30,407	32.4
공항	735	736	726	749	735	736	726	835	2,946	-41.7	3,032	-40.0
호텔&레저	947	1,069	1,111	1,191	947	1,069	1,111	1,225	4,318	11.8	4,352	12.7
서울	236	352	333	345	236	352	333	396	1,266	8.3	1,317	12.7
제주	152	231	232	271	152	231	232	237	886	26.2	852	21.4
스테이	229	290	288	291	229	290	288	355	1,098	16.4	1,162	23.2
레저	284	193	205	256	284	193	205	222	938	-1.2	904	-4.7
기타	46	3	53	28	46	3	53	15	130	30.1	117	17.0
영업이익	266	464	209	282	266	464	209	250	1,221	-165.9	1,189	-164.2
TR	417	471	200	267	417	471	200	231	1,355	-206.4	1,319	-203.6
호텔&레저	-151	-7	9	15	-151	-7	9	19	-134	-76.9	-130	-77.5
OPM	3.7	4.9	2.2	3.0	3.7	4.9	2.2	2.2	3.4	9.2	3.1	9.0
당기순이익	-15	120	-12	59	-15	120	-12	177	153	-2,731.0	271	흑자전환

자료: 호텔신라, IBK투자증권

표 3. 목표주가 120,000원 및 매수 의견 유지

(단위: 억원, 원, 천주)

	기준	변경
영업가치	2021년F Forward EPS 2,623원 Target P/E 43배 (2020년 코로나19 환경에도 글로벌 Top 3 순위 유지, 동사의 2018년 ~2019년 Historical 평균 P/E Valuation 적용) 2021년 상반기 인천공항 1기 터미널 영업종료 및 소형다이고 중심 면세점 흑자전환, 하이요우면세점(하이난관광투자발전공사 계열사) MOU 체결, 중국 하이난 면세 대응 강화	2022년F Forward EPS 2,659원 Target P/E 45배 (글로벌 M/S Top 3 순위 유지, 동사의 2018년~2019년 Historical 평균 P/E Valuation 적용) 2021년 상반기 인천공항 1기 터미널 영업종료 및 소형다이고 중심 면세점 흑자전환, 22년 경쟁사대비 주요 브랜드와 SKU 경쟁 우위 제시, 역직구 거래선 확보 중
추정 순차입금	1,285십억원	1,251십억원
주식수 / 목표주가	39,248 / 120,000원(매수)	39,248 / 120,000원(매수)

자료: IBK투자증권

표 4. 호텔신라 사업부문별 실적 추이

(단위: 억원, %, p)

구분	2020				2020Y	2021				2021Y	2022F				2022F	
	1Q	2Q	3Q	4Q		1Q	2Q	3Q	4QP		1Q	2Q	3Q	4Q		
매출액	9,437	5,230	8,795	8,419	31,881	7,271	9,534	9,687	11,299	37,791	9,229	10,488	10,605	11,875	42,197	11.7
TR	8,492	4,392	7,710	7,423	28,017	6,324	8,465	8,576	10,074	33,439	8,150	9,332	9,460	10,577	37,519	12.2
시내	5,589	3,935	6,578	6,858	22,960	5,589	7,729	7,850	9,239	30,407	7,369	8,529	8,671	9,735	34,304	12.8
공항	2,903	457	1,132	565	5,057	735	736	726	835	3,032	781	803	789	842	3,215	6.0
호텔&레저	945	837	1,085	996	3,863	947	1,069	1,111	1,225	4,352	1,079	1,156	1,145	1,298	4,678	7.5
서울	277	272	322	298	1,169	236	352	333	396	1,317	322	369	345	400	1,436	9.0
제주	115	155	226	206	702	152	231	232	237	852	221	248	251	287	1,007	18.2
스테이	222	209	265	247	943	229	290	288	355	1,162	274	311	302	361	1,248	7.4
레저	289	196	238	226	949	284	193	205	222	904	251	221	225	231	928	2.7
기타	42	5	34	19	100	46	3	53	15	117	11	7	22	19	59	-49.6
영업이익	-668	-634	-198	-352	-1,852	266	464	209	250	1,189	380	477	418	398	1,673	40.7
TR	-490	-475	-142	-167	-1,274	417	471	200	231	1,319	355	455	387	371	1,568	18.9
호텔&레저	-178	-160	-56	-185	-579	-151	-7	9	19	-130	25	22	31	27	105	-180.8
OPM	-7.1	-12.1	-2.3	-4.2	-5.8	3.7	4.9	2.2	2.2	3.1	4.1	4.5	3.9	3.4	4.0	0.8
순이익	-736	-677	-285	-1,136	-2,833	-15	120	-12	177	271	172	269	204	138	783	189.1

자료: 호텔신라, IBK투자증권

표 5. 호텔신라 주요 호텔 분기별 투숙률 현황

구분	2019				2020				2021				QoQ	YoY
	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4QP		
서울	70%	83%	86%	82%	44%	28%	43%	33%	32%	43%	48%	49%	1%p	16%p
제주	91%	92%	91%	91%	61%	72%	75%	75%	61%	77%	70%	77%	7%p	2%p
스테이	80%	85%	86%	85%	62%	58%	67%	66%	62%	71%	64%	74%	10%p	8%p

자료: 호텔신라, IBK투자증권

## 호텔신라 (008770)

## 포괄손익계산서

(십억원)	2019	2020	2021F	2022F	2023F
매출액	5,717	3,188	3,779	4,221	4,780
증가율(%)	21.3	-44.2	18.5	11.7	13.2
매출원가	3,301	2,093	2,180	2,621	2,964
매출총이익	2,417	1,095	1,599	1,600	1,816
매출총이익률 (%)	42.3	34.3	42.3	37.9	38.0
판매비	2,121	1,281	1,480	1,433	1,625
판매비율(%)	37.1	40.2	39.2	33.9	34.0
영업이익	296	-185	119	167	191
증가율(%)	41.5	-162.6	-164.1	40.7	14.5
영업이익률(%)	5.2	-5.8	3.1	4.0	4.0
순금융손익	-27	-36	-42	-70	-75
이자손익	-27	-37	-42	-70	-70
기타	0	1	0	0	-5
기타영업외손익	-43	-139	-29	9	13
중속/관계기업손익	0	0	0	0	0
세전이익	226	-361	48	106	123
법인세	56	-77	20	28	32
법인세율	24.8	21.3	41.7	26.4	26.0
계속사업이익	169	-283	27	78	91
중단사업손익	0	0	0	0	0
당기순이익	169	-283	27	78	91
증가율(%)	53.6	-267.2	-109.7	186.1	15.5
당기순이익률 (%)	3.0	-8.9	0.7	1.8	1.9
지배주주당기순이익	170	-283	27	78	90
기타포괄이익	-2	1	6	0	0
총포괄이익	168	-282	34	78	91
EBITDA	515	39	247	269	328
증가율(%)	81.6	-92.5	538.5	9.1	21.8
EBITDA마진율(%)	9.0	1.2	6.5	6.4	6.9

## 투자지표

(12월 결산)	2019	2020	2021F	2022F	2023F
주당지표(원)					
EPS	4,243	-7,085	686	1,958	2,262
BPS	22,979	15,588	14,548	16,316	18,340
DPS	350	200	200	250	250
밸류에이션(배)					
PER	21.4	-11.6	113.7	36.8	31.9
PBR	4.0	5.3	5.4	4.4	3.9
EV/EBITDA	8.7	118.9	17.4	16.1	12.0
성장성지표(%)					
매출증가율	21.3	-44.2	18.5	11.7	13.2
EPS증가율	53.9	-267.0	-109.7	185.5	15.5
수익성지표(%)					
배당수익률	0.4	0.2	0.3	0.4	0.4
ROE	20.2	-36.7	4.6	12.7	13.1
ROA	5.8	-8.8	0.9	2.6	2.9
ROIC	21.1	-37.7	4.3	12.6	13.5
안정성지표(%)					
부채비율(%)	283.6	363.8	417.4	364.1	331.7
순차입금 비율(%)	96.5	208.5	200.0	222.7	144.4
이자보상배율(배)	7.5	-4.2	2.4	2.2	2.5
활동성지표(배)					
매출채권회전율	52.4	41.9	88.9	72.9	75.5
재고자산회전율	7.4	4.3	6.2	6.4	6.7
총자산회전율	2.0	1.0	1.3	1.4	1.5

\*주당지표 및 밸류에이션은 지배주주순이익 및 지배주주지분 기준

## 재무상태표

(십억원)	2019	2020	2021F	2022F	2023F
유동자산	1,716	1,164	1,119	1,084	1,433
현금및현금성자산	508	240	296	38	442
유가증권	16	14	15	12	14
매출채권	124	29	56	59	67
재고자산	849	620	599	713	717
비유동자산	1,811	1,730	1,895	1,947	1,738
유형자산	675	625	589	660	582
무형자산	56	54	42	32	25
투자자산	257	325	360	364	366
자산총계	3,527	2,894	3,013	3,032	3,171
유동부채	1,438	775	1,328	1,274	1,328
매입채무및기타채무	433	138	249	249	263
단기차입금	20	90	102	131	143
유동성장기부채	250	0	300	300	300
비유동부채	1,170	1,495	1,103	1,105	1,109
사채	499	848	549	549	549
장기차입금	0	0	0	0	0
부채총계	2,608	2,270	2,431	2,378	2,436
지배주주지분	919	624	582	653	734
자본금	200	200	200	200	200
자본잉여금	197	197	197	197	197
자본조정등	-104	-104	-104	-104	-104
기타포괄이익누계액	0	-10	-4	-4	-4
이익잉여금	627	342	294	365	446
비지배주주지분	0	0	0	1	1
자본총계	920	624	582	653	734
비이자부채	1196	710	952	870	915
총차입금	1,412	1,560	1,479	1,508	1,521
순차입금	888	1,301	1,164	1,454	1,060

## 현금흐름표

(십억원)	2019	2020	2021F	2022F	2023F
영업활동 현금흐름	404	-52	115	56	222
당기순이익	169	-283	27	78	91
비현금성 비용 및 수익	341	336	210	163	199
유형자산감가상각비	205	205	112	92	129
무형자산상각비	15	19	16	10	8
운전자본변동	-44	-63	-105	-116	2
매출채권등의 감소	-28	95	-27	-3	-8
재고자산의 감소	-139	218	26	-114	-4
매입채무등의 증가	150	-294	107	1	13
기타 영업현금흐름	-62	-42	-17	-69	-70
투자활동 현금흐름	-93	-260	-174	-270	142
유형자산의 증가(CAPEX)	-66	-48	-38	-173	-50
유형자산의 감소	0	2	0	0	0
무형자산의 감소(증가)	0	0	0	0	0
투자자산의 감소(증가)	-28	-225	57	-4	-2
기타	1	11	-193	-93	194
재무활동 현금흐름	-87	48	109	-44	10
차입금의 증가(감소)	0	0	0	0	0
자본의 증가	0	0	0	0	0
기타	-87	48	109	-44	10
기타 및 조정	2	-4	6	0	-1
현금의 증가	226	-268	56	-258	373
기초현금	282	508	240	296	38
기말현금	508	240	296	38	411

## Compliance Notice

동 자료에 게재된 내용들은 외부의 압력이나 부당한 간섭없이 본인의 의견을 정확하게 반영하여 작성되었음을 확인합니다.

동 자료는 기관투자자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.

동 자료는 조사분석자료 작성에 참여한 외부인(계열회사 및 그 임직원등)이 없습니다.

조사분석 담당자 및 배우자는 해당종목과 재산적 이해관계가 없습니다.

동자료에 언급된 종목의 지분율 1%이상 보유하고 있지 않습니다.

당사는 상기 명시한 사항 외 고지해야 하는 특별한 이해관계가 없습니다.

종목명	담당자	담당자(배우자) 보유여부			1%이상 보유여부	유가증권 발행관련	계열사 관계여부	공개매수 사무취급	IPO	회사채 지급보증	중대한 이해관계	M&A 관련
		수량	취득가	취득일								

해당 사항 없음

투자의견 안내 (투자기간 12개월)

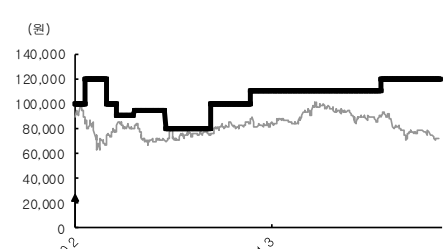
종목 투자의견 (절대수익률 기준)			
적극매수 40% ~	매수 15% ~	중립 -15% ~ 15%	매도 ~ -15%
업종 투자의견 (상대수익률 기준)			
비중확대 +10% ~	중립 -10% ~ +10%	비중축소 ~ -10%	

투자등급 통계 (2021.01.01~2021.12.31)

투자등급 구분	건수	비율(%)
매수	139	93.9
중립	9	6.1
매도	0	0

최근 2년간 주가 그래프 및 목표주가(대상 시점 1년) 변동 추이

(◆) 적극매수 (▲) 매수 (●) 중립 (■) 비중축소 (■) Not Rated / 담당자 변경

호텔신라	추천 일자	투자 의견	목표가 (원)	괴리율(%)		추천 일자	투자 의견	목표가 (원)	괴리율(%)	
				평균	최고/최저				평균	최고/최저
	2020.02.02	매수	100,000	-6.98	-2.40					
	2020.02.24	매수	120,000	-37.39	-27.75					
	2020.04.07	매수	100,000	-24.04	-20.60					
	2020.04.27	매수	90,000	-9.57	-5.33					
	2020.06.01	매수	95,000	-23.54	-12.32					
	2020.08.03	매수	80,000	-7.11	-1.38					
	2020.11.02	매수	100,000	-18.50	-14.50					
	2021.01.22	매수	110,000	-18.48	-7.73					
	2021.10.11	매수	120,000	-33.86	-22.67					
	2022.02.04	매수	120,000							