호텔신라 (008770)

1Q24 Review: 회복되는 방향성은 맞으나, 속도가 더디다

더 많은 리포트 보기

2024년 5월 2일

유통/화장품 Analyst 박신애
02-6114-2930 shinay.park@kbfg.com

목표주가 70,000원으로 10% 하향

투자의견 Buy를 유지하나, 목표주가는 70,000원으로 10% 하향한다 (2024E/25E/26E 영업이익 추정치를 22%/17%/15% 하향조정함). 여행객 트래픽 증가에 기반해 매출이 본격적으로 회복되는 모습이 확인되어야, 의미 있는 주가 반등이 가능할 전망이다.

관광객 매출과 보따리상 매출 모두 회복 속도가 당초 예상 대비 느려

2024년 연결 매출액은 4조 4,370억원 (+24% YoY), 영업이익은 1,156억원 (+27% YoY)으로 전망된다. 종전 추정치 대비 매출액은 5% 하향, 영업이익은 22% 하향조정했다. 실적이 회복되는 방향성은 맞으나, 회복 속도가 당초 예상 대비 느린 상황이다. ① 중국인 입국자수가 1Q24부터 뚜렷한 회복세를 보이기 시작했으나, 달러 강세에 따른 면세품의 가격 메리트 저하, 여행 패턴의 변화 (소비보다는 경험을 선호) 등으로 인해 관광객 매출은 기대만큼의 성과를 나타내지 못하고 있다. ② 보따리상 매출은 부진했던 2023년을 뒤로 하고, 점차 회복될 전망이다. 다만, 중국 소비 경기의 뚜렷한 개선 시그널이 부족한 가운데, 중국 고가 화장품 시장의 성장성마저 둔화된다면, 한국 면세점을 찾는 보따리상의 수요 역시 약화될 수 있다는 우려가 존재한다.

1Q24 Review: 영업이익이 컨센서스를 56% 하회. 해외 면세 및 호텔 부문 손익이 시장 기대치를 하회한 영향

1Q24 연결 실적은 매출액 9,808억원 (+30% YoY), 영업이익 121억원 (-65% YoY)을 기록했다. 해외 면세 및 호텔 부문 손익이 시장 기대치를 하회하면서, 영업이익이 컨센서스를 56% 하회했다. ① **시내면세점** 매출은 20% 성장했으나, 영업이익은 47% YoY 감소한 90억원 내외로 추정된다. 다만, 전년동기 일회성 이익 (특허수수료 환입 130억원) 제거 시, 영업이익은 100% 이상 YoY 성장한 수준이다. 2023년 하반기 실적 부진을 야기했던 '체화재고' 문제도 상당부분 해소된 것으로 파악된다. ② **국내/해외 공항 면세점**은 공항 이용객수 증가에 힘입어 매출이 57% YoY 성장했으나, 영업적자 29억원을 나타낸 것으로 추정된다. 국내 공항은 고정비가 증가하는 추세임에도 불구하고 흑자 기조를 이어갔으나, 해외 공항은 임차료 부담 증가로 인해 YoY 적자로 전환된 것으로 추정된다. ③ **호텔/레저** 매출은 5% 성장했으나 (서울점 -1%, 제주점 -5%, 신라스테이 +11%, 레저 +9%), 영업이익은 33% 감소했다, 다만, 전년동기 인건비성 일회성 이익 20-30억원 제거 시, 영업이익은 YoY 유사한 수준으로 추정된다.

Buy 유지

목표주가 (하향, 원)	70,000
Dividend yield* (%)	0.4
Total return (%)	17.8
현재가 (4/30, 원)	59,600
Consensus target price (원)	82,100
시가총액 (조원)	2.3

※ Dividend Yield는 12개월 Forward

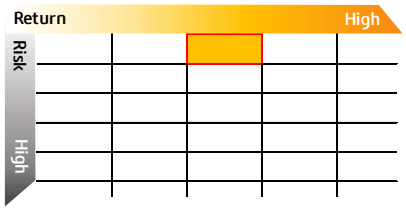
Trading Data

Free float (%)	77.2
거래대금 (3m, 십억원)	22.1
외국인 지분율 (%)	14.2
주요주주 지분율 (%)	삼성생명보험 외 5 인 17.3
	국민연금공단 6.6

Stock Price Performance (Total Return 기준)

주가상승률 (%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-0.7	1.5	-1.7	-26.7
시장대비 상대수익률	1.3	-6.4	-16.9	-33.2

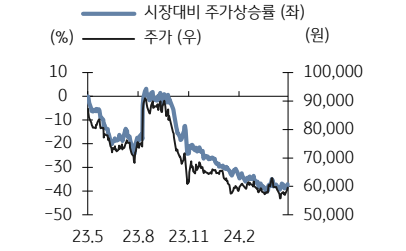
Risk & Total Return (annualized over three years)



Earnings Forecast & Valuation

결산기말	2023A	2024E	2025E	2026E
매출액 (십억원)	3,568	4,437	5,379	5,891
영업이익 (십억원)	91	116	169	202
지배주주순이익 (십억원)	86	74	118	148
EPS (원)	2,149	1,849	2,960	3,706
증감률 (%)	흑전	-14.0	60.1	25.2
P/E (x)	30.4	32.2	20.1	16.1
EV/EBITDA (x)	16.8	13.7	11.3	10.1
P/B (x)	4.3	3.5	3.0	2.6
ROE (%)	15.0	11.5	16.2	17.6
배당수익률 (%)	0.3	0.4	0.5	0.5

Stock Price & Relative Performance



자료: 호텔신라, KB증권

투자의견과 위험요소 점검

Bull-case Scenario	77,000원 (12M Fwd EPS X P/E 34배)
Base-case Scenario (목표주가)	70,000원 (12M Fwd EPS X P/E 31배)
현재주가	59,600원
Bear-case Scenario	52,000원 (12M Fwd EPS X P/E 23배)

Base-case Scenario: 향후 주가 동인
1) 국내 면세 매출 2023~26E CAGR +28%
2) 해외 면세 매출 2023~26E CAGR +9%

Bull-case Scenario: 목표주가를 상회할 위험요소
1) 국내 면세 매출 2023~26E CAGR이 +28% 상회
2) 해외 면세 매출 2023~26E CAGR이 +9% 상회

Bear-case Scenario: 목표주가를 하회할 위험요소
1) 국내 면세 매출 2023~26E CAGR이 +28% 하회
2) 해외 면세 매출 2023~26E CAGR이 +9% 하회

실적추정 변경

(십억원, %)	수정 전		수정 후		변동률	
	2024E	2025E	2024E	2025E	2024E	2025E
매출액	4,655.1	5,564.6	4,437.0	5,379.0	-4.7	-3.3
영업이익	148.5	203.0	115.6	169.2	-22.2	-16.6
순이익 (지배)	93.9	140.6	73.9	118.4	-21.2	-15.8

자료: KB증권 추정

컨센서스 비교

(십억원, %)	KB증권		컨센서스		차이	
	2024E	2025E	2024E	2025E	2024E	2025E
매출액	4,437.0	5,379.0	4,549.2	5,105.2	-2.5	5.4
영업이익	115.6	169.2	187.8	240.8	-38.4	-29.7
순이익 (지배)	73.9	118.4	130.0	170.1	-43.1	-30.4

자료: FnGuide, KB증권 추정

밸류에이션 및 목표주가 산정 기준

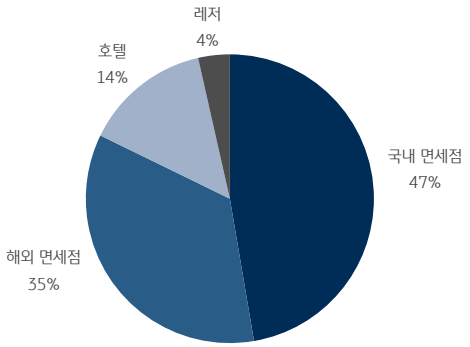
1) 밸류에이션 사용기준:
SOTP Valuation

2) 목표주가 산정:
면세점 부문 EBITDA에 목표 EV/EBITDA 10.0배, 호텔/레저 부문 EBITDA에 목표 EV/EBITDA 16.5배를 각각 적용한 영업가치와 관계회사 자산가치를 합산해 산출

3) 목표주가의 업사이드 ~ 다운사이드:
77,000원 ~ 52,000원

4) 목표주가 도달 시 밸류에이션:
12M Fwd Implied P/E 31.0배, P/B 3.94배

매출액 구성 (%)



자료: 호텔신라, KB증권
주: 2023년 기준

실적 민감도 분석

(%)	EPS 변동률	
	2024E	2025E
금리 1%p 상승 시	-1.10	-1.05
환율 1% 상승 시	-0.40	-0.39

PEER 그룹 비교

(십억원, X, %)	시가총액	12M Fwd P/E	EPS 2-yr CAGR	12M Fwd P/B	12M Fwd ROE	12M Fwd EV/EBITDA	EBITDA 2-yr CAGR
호텔신라	2,339.2	26.9	17.3	3.35	12.5	12.8	14.0
신세계	1,637.3	4.1	42.5	0.35	8.4	4.3	5.4
현대백화점	1,231.0	5.2	N/A	0.26	5.0	3.6	7.0

자료: KB증권 추정

표 1. 호텔신라: 연결 기준 1Q24 실적

(십억원)	1Q24P	1Q23	YoY (%)	4Q23	QoQ (%)	컨센서스	차이 (%)	KB 증권	차이 (%)
매출액	980.8	752.1	30.4	937.6	4.6	997.9	-1.7	1,001.7	-2.1
영업이익	12.1	34.5	-64.9	-18.3	흑전	27.6	-56.0	20.7	-41.5
세전이익	2.7	64.0	-95.9	-38.5	흑전	21.4	-87.6	14.5	-81.7
순이익	-1.6	-81.0	적지	-3.3	적지	7.7	-121.0	11.0	-114.6
영업이익률 (%)	-1.6	53.2	적전	-36.3	적지	18.8	-108.6	11.0	-114.6
세전이익률 (%)	1.2	4.6		-1.9		2.8		2.1	
순이익률 (%)	0.3	8.5		-4.1		2.1		1.4	

자료: 호텔신라, FnGuide, KB증권 추정

표 2. 호텔신라: 실적 추정 변경 내역

(십억원)		변경 전			변경 후			변경률 (%)		
		2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E
매출액		4,655.1	5,564.6	6,070.7	4,437.0	5,379.0	5,890.6	-4.7	-3.3	-3.0
영업이익		148.5	203.0	237.7	115.6	169.2	201.9	-22.2	-16.6	-15.0
세전이익		123.5	185.1	225.2	97.1	155.8	195.0	-21.4	-15.8	-13.4
순이익 (지배)		93.9	140.6	171.2	73.9	118.4	148.2	-21.2	-15.8	-13.4
EPS (원)		2,392	3,583	4,361	1,884	3,016	3,777	-21.2	-15.8	-13.4
YoY (%)	매출액	24.8	19.5	9.1	18.9	21.2	9.5			
	영업이익	13.1	36.7	17.1	-12.0	46.4	19.3			
	세전이익	-28.1	49.8	21.7	-43.5	60.4	25.2			
	순이익 (지배)	-33.1	49.8	21.7	-47.3	60.1	25.2			
	EPS	-33.1	49.8	21.7	-47.3	60.1	25.2			
영업이익률 (%)		3.2	3.6	3.9	2.6	3.1	3.4			
세전이익률 (%)		2.7	3.3	3.7	2.2	2.9	3.3			
순이익률 (지배, %)		2.0	2.5	2.8	1.7	2.2	2.5			

자료: 호텔신라, KB증권 추정
주: 2024년 1월 29일 추정치 대비 변경 내역임

표 3. 호텔신라: 분기 실적 추이 및 전망 (연결 기준)

(십억원)		1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24P	2Q24E	3Q24E	4Q24E	2022	2023	2024E	2025E	2026E
연결 매출액		752.1	866.9	1,011.8	937.6	980.8	1,090.2	1,152.7	1,213.2	4,922.0	3,568.5	4,437.0	5,379.0	5,890.6
면세점		608.5	708.1	845.1	772.0	830.7	925.2	979.5	1,041.1	4,326.3	2,933.7	3,776.4	4,692.0	5,183.0
국내		378.5	375.3	462.5	495.7	544.3	594.2	639.5	691.1	3,837.2	1,712.0	2,469.0	3,205.0	3,600.0
해외		230.0	332.8	382.6	276.3	286.4	331.0	340.0	350.0	489.1	1,221.7	1,307.4	1,487.0	1,583.0
호텔/레저		143.6	158.8	166.7	165.6	150.1	165.1	173.2	172.1	595.7	634.7	660.6	687.0	707.6
호텔		110.7	128.4	135.8	134.3	114.1	132.3	139.9	138.3	479.9	509.2	524.6	545.5	561.9
레저		32.9	30.4	30.9	31.3	36.0	32.8	33.4	33.8	115.8	125.5	136.0	141.4	145.7
YoY (%)	연결 매출액	-31.3	-25.6	-25.7	-27.9	30.4	25.8	13.9	29.4	30.2	-27.5	24.3	21.2	9.5
	면세점	-37.8	-29.9	-29.4	-32.3	36.5	30.7	15.9	34.9	29.4	-32.2	28.7	24.2	10.5
	국내	-58.1	-58.1	-56.7	-48.9	43.8	58.3	38.3	39.4	25.5	-55.4	44.2	29.8	12.3
	해외	206.7	189.4	194.3	63.4	24.5	-0.5	-11.1	26.7	70.4	149.8	7.0	13.7	6.5
	호텔/레저	23.9	1.9	1.6	3.6	4.5	4.0	3.9	3.9	36.9	6.5	4.1	4.0	3.0
	호텔	17.1	0.8	3.3	6.1	3.1	3.0	3.0	3.0	39.2	6.1	3.0	4.0	3.0
	레저	53.7	7.0	-5.5	-6.0	9.4	8.0	8.0	8.0	28.1	8.4	8.4	4.0	3.0
매출총이익		318.8	357.4	367.0	375.4	405.9	449.5	475.8	522.2	2,760.9	1,418.6	1,853.3	2,191.9	2,400.0
YoY (%)		-44.8	-46.2	-53.5	-48.6	27.3	25.8	29.6	39.1	60.3	-48.6	30.6	18.3	9.5
매출총이익률 (%)		42.4	41.2	36.3	40.0	41.4	41.2	41.3	43.0	56.1	39.8	41.8	40.8	40.7
연결 영업이익		34.5	67.2	7.7	-18.3	12.1	32.8	37.9	32.8	78.3	91.2	115.6	169.2	201.9
면세점		25.2	43.2	-16.3	-29.7	5.9	10.5	14.5	19.0	8.5	22.4	50.0	100.0	130.7
국내		22.2	25.2	-18.3	-18.7	15.9	18.8	21.3	24.2	-2.8	10.4	80.3	117.1	144.1
해외		3.0	18.0	2.0	-11.0	-10.0	-8.3	-6.8	-5.3	11.3	12.0	-30.3	-17.1	-13.4
호텔/레저		9.3	24.0	24.0	11.4	6.2	22.3	23.4	13.8	69.7	68.7	65.6	69.2	71.3
YoY (%)	연결 영업이익	128.0	55.6	-70.9	적지	-64.9	-51.2	390.0	흑전	-34.1	16.5	26.7	46.4	19.3
	면세점	98.4	191.9	적전	적지	-76.6	-75.6	흑전	흑전	-93.6	163.5	123.0	100.2	30.6
	국내	231.3	215.0	적전	적지	-28.4	-25.4	흑전	흑전	적전	흑전	671.9	45.9	23.0
	해외	-50.0	164.7	300.0	적지	적전	적전	적전	적지	-58.9	6.2	적전	적지	적지
	호텔/레저	287.5	-15.5	-7.7	-11.6	-33.3	-7.1	-2.5	20.8	흑전	-1.4	-4.4	5.4	3.0
OPM (%)	연결 영업이익	4.6	7.8	0.8	-1.9	1.2	3.0	3.3	2.7	1.6	2.6	2.6	3.1	3.4
	면세점	4.1	6.1	-1.9	-3.8	0.7	1.1	1.5	1.8	0.2	0.8	1.3	2.1	2.5
	국내	5.9	6.7	-4.0	-3.8	2.9	3.2	3.3	3.5	-0.1	0.6	3.3	3.7	4.0
	해외	1.3	5.4	0.5	-4.0	-3.5	-2.5	-2.0	-1.5	2.3	1.0	-2.3	-1.1	-0.8
	호텔/레저	6.5	15.1	14.4	6.9	4.1	13.5	13.5	8.0	11.7	10.8	9.9	10.1	10.1
세전이익		64.0	85.9	-4.0	-38.5	2.7	28.8	33.9	31.7	-59.6	107.4	97.1	155.8	195.0
YoY (%)		흑전	193.1	적전	적지	-95.9	-66.5	흑전	흑전	적전	흑전	-9.6	60.4	25.2
세전이익률 (%)		8.5	9.9	-0.4	-4.1	0.3	2.6	2.9	2.6	-1.2	3.0	2.2	2.9	3.3
순이익		53.2	72.4	-3.3	-36.3	-1.6	23.0	27.1	25.4	-50.2	86.0	73.9	118.4	148.2
YoY (%)		흑전	195.0	적전	적지	적전	-68.2	흑전	흑전	적전	흑전	-14.0	60.1	25.2
순이익률 (%)		7.1	8.3	-0.3	-3.9	-0.2	2.1	2.4	2.1	-1.0	2.4	1.7	2.2	2.5
지배 순이익		53.2	72.4	-3.3	-36.3	-1.6	23.0	27.1	25.4	-50.2	86.0	73.9	118.4	148.2
YoY (%)		흑전	195.0	적전	적지	적전	-68.2	흑전	흑전	적전	흑전	-14.0	60.1	25.2
지배 순이익률 (%)		7.1	8.3	-0.3	-3.9	-0.2	2.1	2.4	2.1	-1.0	2.4	1.7	2.2	2.5
EBITDA		66.1	98.3	40.7	13.8	43.6	64.3	69.5	64.3	204.7	218.9	241.7	284.3	308.5
YoY (%)		44.3	32.2	-30.5	-47.1	-34.0	-34.6	70.8	367.2	-16.9	6.9	10.4	17.6	8.5
EBITDA 마진률 (%)		8.8	11.3	4.0	1.5	4.4	5.9	6.0	5.3	4.2	6.1	5.4	5.3	5.2

자료: 호텔신라, KB증권 추정

표 4. 호텔신라: 면세점 매출액 Breakdown

(십억원)		1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24P	2Q24E	3Q24E	4Q24E	2022	2023	2024E	2025E	2026E
면세점 매출액		608.5	708.1	845.1	772.0	830.7	925.2	979.5	1,041.1	4,326.3	2,933.7	3,776.4	4,692.0	5,183.0
국내		378.5	375.3	462.5	495.7	544.3	594.2	639.5	691.1	3,837.2	1,712.0	2,469.0	3,205.0	3,600.0
시내/인터넷		334.5	325.3	342.5	372.2	400.3	439.2	479.5	521.1	3,788.7	1,374.5	1,840.0	2,428.0	2,758.0
국내 공항		44.0	50.0	120.0	123.5	144.0	155.0	160.0	170.0	48.5	337.5	629.0	777.0	842.0
해외		230.0	332.8	382.6	276.3	286.4	331.0	340.0	350.0	489.1	1,221.7	1,307.4	1,487.0	1,583.0
싱가폴 창이		85.0	90.0	95.0	101.7	110.0	115.0	120.0	127.0	208.7	371.7	472.0	537.0	557.0
홍콩 첵랍콕		20.0	50.0	57.0	60.3	65.0	70.0	73.0	75.0	22.2	187.3	283.0	320.0	352.0
마카오		20.0	30.0	40.0	44.4	50.0	51.0	52.0	53.0	63.6	134.4	206.0	222.0	238.0
기타		105.0	162.8	190.6	70.0	61.4	95.0	95.0	95.0	194.5	528.4	346.4	408.0	436.0
YoY (%)	면세점 매출액	-37.8	-29.9	-29.4	-32.3	36.5	30.7	15.9	34.9	29.4	-32.2	28.7	24.2	10.5
	국내	-58.1	-58.1	-56.7	-48.9	43.8	58.3	38.3	39.4	25.5	-55.4	44.2	29.8	12.3
	시내/인터넷	-62.7	-63.2	-67.5	-61.0	19.7	35.0	40.0	40.0	24.6	-63.7	33.9	32.0	13.6
	국내 공항	537.7	354.5	727.6	665.5	227.3	210.0	33.3	37.7	200.9	595.4	86.4	23.5	8.4
	해외	206.7	189.4	194.3	63.4	24.5	-0.5	-11.1	26.7	70.4	149.8	7.0	13.7	6.5
	싱가폴 창이	183.3	100.0	58.3	37.9	29.4	27.8	26.3	24.9	99.2	78.1	27.0	13.8	3.7
	홍콩 첵랍콕	566.7	900.0	850.0	632.6	225.0	40.0	28.1	24.4	203.2	742.5	51.1	13.1	10.0
	마카오	11.1	100.0	150.0	203.2	150.0	70.0	30.0	19.4	-17.9	111.2	53.3	7.8	7.2
	기타	337.5	225.6	297.1	-3.4	-41.5	-41.6	-50.2	35.7	99.8	171.7	-34.4	17.8	6.9
비중 (%)	면세점 매출액	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
	국내	62.2	53.0	54.7	64.2	65.5	64.2	65.3	66.4	88.7	58.4	65.4	68.3	69.5
	시내/인터넷	55.0	45.9	40.5	48.2	48.2	47.5	49.0	50.1	87.6	46.9	48.7	51.7	53.2
	국내 공항	7.2	7.1	14.2	16.0	17.3	16.8	16.3	16.3	1.1	11.5	16.7	16.6	16.2
	해외	37.8	47.0	45.3	35.8	34.5	35.8	34.7	33.6	11.3	41.6	34.6	31.7	30.5
	싱가폴 창이	14.0	12.7	11.2	13.2	13.2	12.4	12.3	12.2	4.8	12.7	12.5	11.4	10.7
	홍콩 첵랍콕	3.3	7.1	6.7	7.8	7.8	7.6	7.5	7.2	0.5	6.4	7.5	6.8	6.8
	마카오	3.3	4.2	4.7	5.7	6.0	5.5	5.3	5.1	1.5	4.6	5.5	4.7	4.6
	기타	17.3	23.0	22.6	9.1	7.4	10.3	9.7	9.1	4.5	18.0	9.2	8.7	8.4

자료: 호텔신라, KB증권 추정

주: 국내 공항, 싱가폴 창이국제공항, 홍콩 첵랍콕국제공항, 홍콩 시내면세점, 마카오공항 매출액은 KB증권 추정치임

표 5. 호텔신라: 호텔/레저 매출액 Breakdown

(십억원)		1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24P	2Q24E	3Q24E	4Q24E	2022	2023	2024E	2025E	2026E
호텔/레저 매출액		143.6	158.8	166.7	165.6	150.1	165.1	173.2	172.1	595.7	634.7	660.6	687.0	707.6
호텔		110.7	128.4	135.8	134.3	114.1	132.3	139.9	138.3	479.9	509.2	524.6	545.5	561.9
서울		46.3	57.0	56.9	59.4	45.8				189.5	219.6			
제주		16.8	19.7	22.8	17.1	16.0				90.2	76.4			
신라스테이		42.1	50.9	51.9	55.8	46.5				170.8	200.7			
레저		32.9	30.4	30.9	31.3	36.0	32.8	33.4	33.8	115.8	125.5	136.0	141.4	145.7
YoY (%)	호텔/레저 매출액	23.9	1.9	1.6	3.6	4.5	4.0	3.9	3.9	36.9	6.5	4.1	4.0	3.0
	호텔	17.1	0.8	3.3	6.1	3.1	3.0	3.0	3.0	39.2	6.1	3.0	4.0	3.0
	서울	32.3	15.2	8.8	12.7	-1.1				43.9	15.9			
	제주	-23.6	-18.6	-9.2	-9.5	-4.8				5.9	-15.3			
	신라스테이	35.4	27.9	11.1	4.9	10.5				47.0	17.5			
	레저	53.7	7.0	-5.5	-6.0	9.4	8.0	8.0	8.0	28.1	8.4	8.4	4.0	3.0
비중 (%)	호텔/레저 매출액	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
	호텔	77.1	80.9	81.5	81.1	76.0	80.1	80.7	80.4	80.6	80.2	79.4	79.4	79.4
	서울	32.2	35.9	34.1	35.9	30.5				31.8	34.6			
	제주	11.7	12.4	13.7	10.3	10.7				15.1	12.0			
	신라스테이	29.3	32.1	31.1	33.7	31.0				28.7	31.6			
	레저	22.9	19.1	18.5	18.9	24.0	19.9	19.3	19.6	19.4	19.8	20.6	20.6	20.6

자료: 호텔신라, KB증권 추정

표 6. 호텔신라: SOTP (Sum of the Parts) Valuation

영업가치 (십억원)	3,469.5	A=b+c	Note
면세점	1,152.3	b	
12M Fwd EBITDA	115.5		
목표 EV/EBITDA Multiple (X)	10.0		해외 면세 4 개 업체들의 12M Fwd EV/EBITDA 중앙값 (median)을 60% 할증
호텔/레저	2,317.2	c	
12M Fwd EBITDA	140.3		
목표 EV/EBITDA Multiple (X)	16.5		해외 호텔 Peer 4 개 업체들의 12M Fwd EV/EBITDA 중앙값 (median)
자산 가치 (관계회사) (십억원)	35.3	D	4Q23 말 장부가
3Sixty Duty Free	34.7		
로시안	0.6		
순차입금 (십억원)	914.1	E	12M Fwd 추정치
현금성자산	685.9		
총차입금	1,600.1		
적정 기업가치 (십억원)	2,590.6	F=A+D-E	
수정 발행주식수 (천주)	37,113	G	자사주 제외
목표주가 (원)	70,000	E=F/G	
현재주가 (원)	59,600		2024.4.30
상승여력 (%)	17.4		
12M Fwd Implied P/E (X)	31.0		
12M Fwd Implied P/B (X)	3.94		

자료: 호텔신라, KB증권 추정

표 7. 호텔신라: 해외 Peer 업체들의 EV/EBITDA

면세점	단위	Dufry	Lagardere	WHSmith	China Tourism Group Duty Free	Median	12M Fwd
2024E	(X)	6.7	5.6	6.0	10.2	6.4	6.2
2025E	(X)	5.9	6.1	5.8	8.5	6.0	
2026E	(X)	5.3	6.8	5.5	7.6	6.2	
호텔		Marriot	Hilton	InterContinental	Shangri-la	Median	12M Fwd
2024E	(X)	17.2	18.1	16.5	13.4	16.9	16.5
2025E	(X)	16.3	16.9	15.4	12.5	15.9	
2026E	(X)	15.2	15.8	14.4	11.1	14.8	

자료: Bloomberg 컨센서스, KB증권

표 8. 호텔신라: SOTP Valuation의 주요 수치 변화

	종전 (2024.1.29)	신규 (2024.5.2)	
면세점 EV/EBITDA	10.4배 (12M Fwd)	10.0배 (12M Fwd)	- 해외 면세 4개 업체들의 EV/EBITDA 중앙값 (median)을 60% 할증
호텔 EV/EBITDA	16.4배 (12M Fwd)	16.5배 (12M Fwd)	- 해외 호텔 Peer 4개 업체들의 EV/EBITDA 중앙값 (median)
순차입금	8,434억원	9,141억원	- 12M Fwd 추정치

자료: 호텔신라, KB증권 추정

포괄손익계산서

(십억원)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
(적용기준)	(IFRS-C)	(IFRS-C)	(IFRS-C)	(IFRS-C)	(IFRS-C)
매출액	4,922	3,568	4,437	5,379	5,891
매출원가	2,161	2,150	2,584	3,187	3,491
매출총이익	2,761	1,419	1,853	2,192	2,400
판매비와관리비	2,683	1,327	1,738	2,023	2,198
영업이익	78	91	116	169	202
EBITDA	205	219	242	284	309
영업외손익	-138	16	-19	-13	-7
이자수익	13	29	31	39	44
이자비용	42	52	47	45	43
지분법손익	0	0	0	0	0
기타영업외손익	-108	39	-2	-8	-8
세전이익	-60	107	97	156	195
법인세비용	-9	21	23	37	47
당기순이익	-50	86	74	118	148
지배주주순이익	-50	86	74	118	148
수정순이익	-50	86	74	118	148

성장성 및 수익성 비율

(%)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
매출액 성장률	30.2	-27.5	24.3	21.2	9.5
영업이익 성장률	-34.1	16.4	26.7	46.4	19.3
EBITDA 성장률	-16.9	6.9	10.4	17.6	8.5
지배기업순이익 성장률	적전	흑전	-14.0	60.1	25.2
매출총이익률	56.1	39.8	41.8	40.8	40.7
영업이익률	1.6	2.6	2.6	3.2	3.4
EBITDA이익률	4.2	6.1	5.5	5.3	5.2
세전이익률	-1.2	3.0	2.2	2.9	3.3
지배기업순이익률	-1.0	2.4	1.7	2.2	2.5

현금흐름표

(십억원)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
영업활동 현금흐름	220	243	322	222	243
당기순이익	-50	86	74	118	148
유무형자산상각비	126	128	126	115	107
기타비현금손익 조정	130	-1	23	37	47
운전자본증감	13	12	122	-11	-12
매출채권감소 (증가)	-5	-34	-4	-9	-10
재고자산감소 (증가)	71	-67	63	-28	-30
매입채무증가 (감소)	-6	110	27	0	0
기타운전자본증감	-47	3	36	26	27
기타영업현금흐름	2	18	-23	-37	-47
투자활동 현금흐름	-81	-231	-127	-117	-110
유형자산투자감소 (증가)	-54	-54	-114	-103	-95
무형자산투자감소 (증가)	0	0	-10	-10	-10
투자자산감소 (증가)	-29	-126	0	0	0
기타투자현금흐름	2	-52	-4	-4	-4
재무활동 현금흐름	146	-138	7	-10	-31
금융부채 증감	179	-93	0	0	0
자본의 증감	0	0	0	0	0
배당금 당기지급액	-8	-8	-8	-10	-21
기타재무현금흐름	-25	-37	15	0	-10
기타현금흐름	6	4	0	0	0
현금의 증가 (감소)	291	-122	201	96	102
기말현금	534	412	613	709	811
잉여현금흐름 (FCF)	167	189	208	119	147
순현금흐름	204	-195	128	100	106
순현금 (순차입금)	-880	-1,075	-947	-847	-741

자료: 호텔신라, KB증권 추정

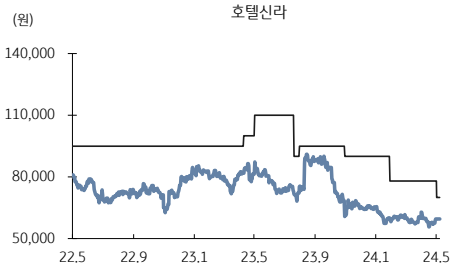
재무상태표

(십억원)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
(적용기준)	(IFRS-C)	(IFRS-C)	(IFRS-C)	(IFRS-C)	(IFRS-C)
자산총계	2,939	3,007	3,139	3,274	3,419
유동자산	1,479	1,380	1,516	1,653	1,798
현금 및 현금성자산	534	412	613	709	811
단기금융자산	114	36	40	44	48
매출채권	51	85	89	98	107
재고자산	555	630	567	595	625
기타유동자산	225	218	207	207	207
비유동자산	1,460	1,626	1,624	1,622	1,620
투자자산	184	326	326	326	326
유형자산	592	573	573	573	573
무형자산	35	29	26	24	23
기타비유동자산	648	698	698	698	698
부채총계	2,399	2,398	2,465	2,491	2,518
유동부채	1,306	1,188	1,240	1,266	1,294
매입채무	163	272	299	299	299
단기금융부채	460	340	417	417	417
기타유동부채	683	577	524	550	578
비유동부채	1,093	1,210	1,224	1,224	1,224
장기금융부채	1,068	1,183	1,183	1,183	1,183
기타비유동부채	25	27	41	41	41
자본총계	540	608	675	784	901
자본금	200	200	200	200	200
자본잉여금	197	197	197	197	197
기타자본항목	-104	-104	-104	-104	-104
기타포괄손익누계액	5	12	12	12	12
이익잉여금	242	304	371	480	597
지배지분 계	540	608	675	784	901
비지배지분	0	0	0	0	0

주요투자지표

(X, %, 원)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
Multiples					
P/E	N/A	30.4	32.2	20.1	16.1
P/B	6.2	4.3	3.5	3.0	2.6
P/S	0.7	0.7	0.5	0.4	0.4
EV/EBITDA	20.5	16.8	13.7	11.3	10.1
EV/EBIT	53.5	40.3	28.7	19.0	15.4
배당수익률	0.2	0.3	0.4	0.5	0.5
EPS	-1,254	2,149	1,849	2,960	3,706
BVPS	13,494	15,212	16,870	19,592	22,515
SPS (주당매출액)	123,050	89,212	110,926	134,474	147,266
DPS (주당배당금)	200	200	250	275	300
배당성향 (%)	0.0	8.9	12.9	8.8	7.7
수익성지표					
ROE	-9.0	15.0	11.5	16.2	17.6
ROA	-1.8	2.9	2.4	3.7	4.4
ROIC	-0.4	6.6	5.5	7.0	7.8
안정성지표					
부채비율	444.4	394.1	365.2	317.8	279.6
순차입비율	163.0	176.7	140.4	108.1	82.3
유동비율	1.1	1.2	1.2	1.3	1.4
이자보상배율 (배)	1.9	1.8	2.5	3.8	4.7
활동성지표					
총자산회전율	1.8	1.2	1.4	1.7	1.8
매출채권회전율	103.4	52.8	51.2	57.7	57.5
매입채무회전율	29.7	16.4	15.5	18.0	19.7
재고자산회전율	8.3	6.0	7.4	9.3	9.7

투자자 고지 사항



KB증권은 자료 공표일 현재 [호텔신라]을(를) 기초자산으로 하는 ELW의 발행자 및 유동성공급자입니다.

KB증권은 동 조사분석자료를 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다. 본 자료를 작성한 조사분석담당자와 그 배우자는 해당 종목과 재산적 이해관계가 없습니다. 본 자료 작성자는 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 신의 성실하게 작성되었음을 확인합니다.

투자의견 분류 및 기준

종목 투자의견 (12개월 예상 절대수익률 기준)

Buy: 15% 초과	Hold: 15% ~ -15%	Sell: -15% 초과

비고: 2017년 2월 23일부터 KB증권의 기업 투자의견 체계가 4단계 (Strong BUY, BUY, Marketperform, Underperform)에서 3단계 (Buy, Hold, Sell)로 변경되었습니다.
2020년 2월 10일부터 KB증권의 종목 투자의견 제시 기준이 6개월 예상 절대수익률에서 12개월 예상 절대수익률로 변경되었습니다.

산업 투자의견 (12개월 예상 상대수익률 기준)

Positive: 시장수익률 상회	Neutral: 시장수익률 수준	Negative: 시장수익률 하회

비고: 2017년 6월 28일부터 KB증권의 산업 투자의견 체계가 (Overweight, Neutral, Underweight)에서 (Positive, Neutral, Negative)로 변경되었습니다.
2020년 2월 10일부터 KB증권의 산업 투자의견 제시 기준이 6개월 예상 상대수익률에서 12개월 예상 상대수익률로 변경되었습니다.

투자의견 및 목표주가 변경 내역 (주가 —, 목표주가 —)

호텔신라 (008770)

변경일	투자의견	애널리스트	목표주가 (원)	괴리율 (%) 평균	괴리율 (%) 최고/최저
22-04-29	Buy	박신애	95,000	-20.84	
23-04-10	Buy	박신애	100,000	-17.63	-13.50
23-05-02	Buy	박신애	110,000	-29.95	-22.00
23-07-20	Buy	박신애	90,000	-21.61	-19.67
23-07-31	Buy	박신애	95,000	-14.26	-4.21
23-10-30	Buy	박신애	90,000	-28.84	-23.56
24-01-29	Buy	박신애	78,000	-24.09	-19.36
24-05-02	Buy	박신애	70,000		

투자등급 비율 (2024. 03. 31 기준)

매수 (Buy)	중립 (Hold)	매도 (Sell)
87.6	12.4	-

이 보고서는 고객들에게 투자에 관한 정보를 제공할 목적으로 작성된 것이며 계약의 청약 또는 청약의 유인을 구성하지 않습니다. 이 보고서는 KB증권이 신뢰할 만하다고 판단하는 자료와 정보에 근거하여 해당일 시점의 전문적인 판단을 반영한 의견이나 KB증권이 그 정확성이나 완전성을 보장하는 것은 아니며, 통지 없이 의견이 변경될 수 있습니다. 개별 투자는 고객의 판단에 의거하여 이루어져야 하며, 이 보고서는 여하한 형태로도 고객의 투자판단 및 그 결과에 대한 법적 책임의 근거가 되지 않습니다. 이 보고서의 저작권은 KB증권에 있으므로 KB증권의 동의 없이 무단 복제, 배포 및 변형할 수 없습니다. 이 보고서는 학술 목적으로 작성된 것이 아니므로, 학술적인 목적으로 이용하려는 경우에는 KB증권에 사전 통보하여 동의를 얻으시기 바랍니다.