

호텔신라(008770)

4Q24 Review: 지속되는 부진

영업이익이 시장 기대치를 크게 하회

2024년 4분기 연결기준 호텔신라의 매출은 9,478억원(+1.1% YoY), 영업적자는 279억원(적자지속 YoY)을 기록하여 매출은 시장 기대치를 6.5% 하회하고, 영업이익은 크게 하회했다(컨센서스 OP -142억원). 호텔신라 또한 롯데면세점과 마찬가지로 수익성이 좋지 못한 기업형 파이공 거래에 한하여 2024년 11월 중순부터 줄여나가고 있고, 덕분에 시내면세점의 손익은 3분기대비로 소폭 개선된 걸로(BEP 내외) 추정한다. 이에 따라, 전체 매출에서 도매 비중은 3분기 55%에서 4분기 45%, 파이공이 주로 구매하는 화장품 비중도 70%에서 60%로 감소했다. 다만, 인천공항 내 정규 매장 면적이 증가하면서 고정비 부담(임차료)이 QoQ 커졌고, 홍콩 공항 면세가 일회성 비용까지 반영하면서(약 -140억원) 국내외 공항 면세점들의 영업적자가 예상보다 크게 발생했다. 그나마 호텔 사업부가 지난 3분기에 이어 4분기에도 시장의 기대치에 부합하는 안정적인 실적(OP +160억원, +40.4% YoY)을 기록했다는 점이 다행이다.

실적 개선이 쉽지 않은 공항 면세점

인천공항 면세점의 계약 구조가 과거 대비 개선되었음에도 지난 4분기 호텔신라의 인천공항 면세점 적자 수준은 2018~19년 수준을 넘어선 걸로 추정한다. 내국인의 해외여행 수요 정상화에 따라 공항 객수는 2019년 수준을 넘어섰으나, 고환율과 소비여력 둔화 등으로 소비자의 지출(객단가)은 회복하지 못했기 때문이다. 이러한 이슈는 홍콩과 싱가포르 공항에서도 나타나면서 호텔신라의 공항 면세점의 실적은 개선되지 못하고 있다. 회사는 국내외 공항 면세점 고정비(임차료)를 낮추기 위한 노력을 진행 중이지만, 실제로 낮출 수 있을 지에 대한 불확실성이 높다.

투자의견을 중립으로 하향

호텔신라에 대하여 투자의견을 중립으로 하향한다. 2024년 12월 기준 인바운드 관광객은 2019년 대비 87.2%, 아웃바운드는 116.0%까지 회복했음에도 호텔신라 면세 사업 실적은 회복하지 못하고 있다. 이는 개별 관광을 선호하는 글로벌 관광객의 소비 패턴 변화가 면세 산업에 부정적인 영향을 주고 있기 때문이다. 글로벌 여행 트렌드의 변화가 호텔신라의 시내면세점에 부정적이라는 점과 공항 면세점의 높은 고정비 부담, 그리고 호텔신라 해외공항 면세점의 실적 추정 가시성이 매우 낮은 점을 고려하여 투자의견을 기존 매수에서 중립으로 하향한다.

	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA (십억원)	PER (x)	EV/EBITDA (x)	PBR (x)	ROE (%)	DY (%)
2022A	4,922	78	(50)	(1,325)	NM	205	NM	20.7	5.2	(9.0)	0.2
2023A	3,568	91	86	2,270	NM	219	28.8	16.7	3.7	15.0	0.3
2024F	3,948	(5)	(62)	(1,627)	NM	123	NM	21.2	1.1	(6.5)	0.5
2025F	4,477	101	52	1,381	NM	232	28.6	11.7	1.1	4.0	0.5
2026F	4,829	191	116	3,072	122.4	324	12.8	8.3	1.0	8.5	0.5

주: 순이익, EPS 등은 지배주주지분 기준

한국투자증권은 당사 고객 및 별도의 서비스 계약을 맺은 법인에게만 리서치 리포트를 공개하고 있습니다. 한국투자증권의 사전 승인 없이 리포트를 어떤 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형 및 판매하는 행위는 저작권법 위반으로 법적 처벌의 대상이 될 수 있음을 알려드립니다.

중립(하향)

KIS ESG Indicator

종합	E	S	G
NA	NA	NA	NA

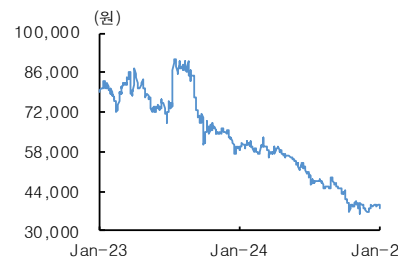
Stock Data

KOSPI(1/31)	2,517
주가(1/31)	38,300
시가총액(십억원)	1,503
발행주식수(백만)	39
52주 최고/최저가(원)	62,900/35,900
일평균거래대금(6개월, 백만원)	5,287
유동주식비율/외국인지분율(%)	77.2/13.4
주요주주(%)	삼성생명보험 외 5인 17.3

주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	3.8	(23.4)	(34.3)
KOSPI 대비(%p)	(1.1)	(14.3)	(35.1)

주가추이



자료: FnGuide

김명주

myoungjoo.kim@koreainvestment.com

<표 1> 호텔신라 2024년 4분기 실적

(단위:십억원,%,%p)

	4Q24 실제	기존추정	차이	컨센서스	차이	3Q24	증감율	4Q23	증감율
매출	948	1,093	(13.2)	1,013	(6.5)	1,016	(6.7)	938	1.1
면세	774	922	(16.1)			845	(8.4)	772	0.2
호텔/레저	174	171	2.0			171	1.7	166	5.3
영업이익	(28)	1	NM	(14)	NM	(17)	NM	(18)	NM
면세	(44)	(15)	NM			(39)	NM	(30)	NM
호텔/레저	16	16	3.3			22	(26.1)	11	40.7
영업이익률(%)	(2.9)	0	(3.0)	(1.4)	(1.5)	(1.7)	(1.3)	(1.9)	(1.0)
지배주주순이익	(64)	3	NM	(8)	NM	(23)	NM	(36)	NM

자료: 한국투자증권

<표 2> 호텔신라 연간 실적 변경 추이

(단위:십억원,%,%p)

	변경후			변경 전			증감율			
	2024	2025F	2026F	2024	2025F	2026F	2024	2025F	2026F	
매출액	3,948	4,477	4,829	4,092	5,263	5,872	(3.5)	(14.9)	(17.8)	호텔신라는 2024년 12월 31일 기준으로 보유 토지에 대하여 <u>자산재평가</u> 를 하여 자산과 자본이 크게 증가 - 2025년 실적에서 면세점 실적 추정을 크게 하향(25년 영업이익 기준 873억원-> 변경 305억원). 하향 요인은 공항(인천/홍콩/싱가포르)을 이용하는 이용객의 객단가가 예상보다 회복되지 못해 고경비 부담이 되기 때문
영업이익	(5)	101	191	23	160	227	(121.7)	(36.9)	(16.0)	
영업이익률	(0.1)	2.3	4.0	0.6	3.0	3.9	(0.7)	(0.8)	0.1	
지배주주순이익	(62)	52	116	6	108	158	NM	(51.4)	(26.3)	
EPS	(1,627)	1,381	3,072	149	2,844	4,168	NM	(51.4)	(26.3)	
BPS	34,719	35,594	38,068	17,534	19,792	23,302	98.0	79.8	63.4	
ROE(%)	(6.5)	4.0	8.5	0.9	16.8	20.8	(7.4)	(12.7)	(12.3)	

자료: 한국투자증권

<표 3> 호텔신라 연결 실적 추정

(단위: 십억원, %)

	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25F	2Q25F	3Q25F	4Q25F	2022	2023	2024	2025F	2026F
매출액	752	867	1,012	938	981	1,003	1,016	948	1,051	1,100	1,165	1,161	4,922	3,568	3,948	4,477	4,829
면세	609	708	845	772	831	833	845	774	892	917	975	960	4,326	2,934	3,282	3,743	4,076
시내	335	325	343	372	400	375	371	311	397	417	459	449	3,789	1,375	1,457	1,722	1,961
공항	274	383	503	400	430	458	474	463	495	500	516	512	538	1,559	1,825	2,022	2,115
호텔/레저	144	159	167	166	150	170	171	174	159	184	190	201	596	635	666	734	753
매출원가	433	510	645	562	580	566	611	537	612	631	670	659	2,161	2,150	2,294	2,572	2,740
원가율(%)	58	59	64	60	59	56	60	57	58	57	58	57	44	60	58	57	57
판관비	284	290	359	394	388	409	422	439	434	437	461	472	2,683	1,327	1,658	1,804	1,898
영업이익	35	67	8	(18)	12	28	(17)	(28)	5	32	34	31	78	91	(5)	101	191
면세	25	43	(16)	(30)	6	7	(39)	(44)	(2)	9	10	13	9	22	(70)	30.5	119.7
호텔/레저	9	24	24	11	6	21	22	16	6	22	24	18	70	69	65	70	71
세전이익	64	86	(4)	(38)	3	40	(27)	(63)	(2)	25	27	20	(60)	107	(47)	70	155
순이익	53	72	(3)	(36)	(2)	27	(23)	(64)	(2)	19	20	15	(50)	86	(62)	52	116
YoY (%)																	
매출액	(31.3)	(25.6)	(25.7)	(27.9)	30.4	15.7	0.4	1.1	7.1	9.7	14.6	22.5	30.2	(27.5)	10.6	13.4	7.9
영업이익	128.0	55.6	(70.9)	NM	(64.9)	(58.9)	NM	NM	(60.2)	14.0	NM	NM	(34.1)	16.4	NM	NM	89.5
순이익	NM	195.0	NM	NM	NM	(62.1)	NM	NM	(6.6)	(32.2)	MM	NM	NM	MM	NM	NM	122.5

주1: 2022년 4분기에 19년 10월에 인수한 Sixty(지분 44% 보유) 관련한 잔여 비용을 지급. 약 800억원 수준

주2: 2023년 1분기 동화면세점 지분 소송 관련 법원의 강제 조정이 이루어짐. 이에 따라 일회성 이익 약 340억원이 발생했으며 최종 거래에 따라서 금액은 변동 가능함. 동일한 사유로 2024년 2분기 또한 일회성 수익이 발생

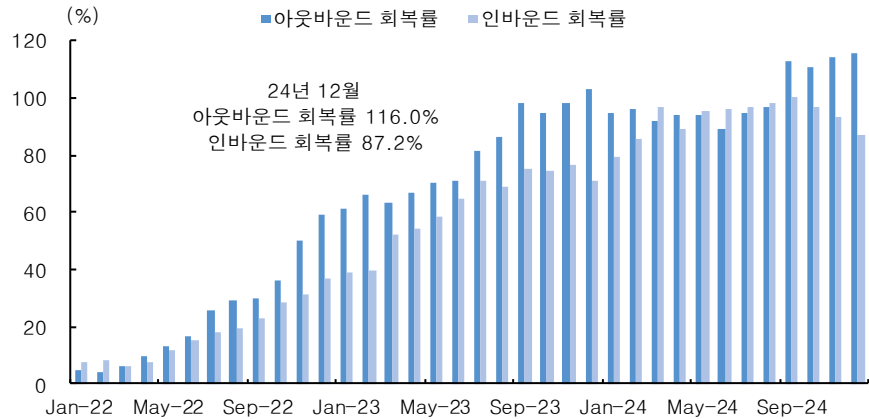
주3: 호텔신라는 2023년 1분기부터 타이공에 지불하는 수수료를 여행사를 통해 지불하는 방식(승객수수료, 판관비)에서 판매가에서 할인하는 방식(매출 차감)으로 변경함. 2023년 매출액이 전년 대비 감소하는 이유

주4: 2024년 4분기 호텔신라는 HDC면세점 지분(지분을 50%)에 대하여 손상인식

주5: 순이익은 지배주주순이익 기준

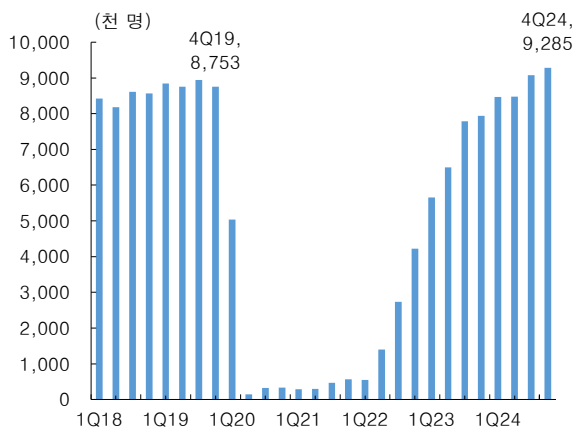
자료: 호텔신라, 한국투자증권

[그림 1] 2019년 동월대비 인바운드와 아웃바운드 관광객 회복률 추이. 내국인의 해외여행 수요는 지난 9월부터 2019년 수준을 넘어섰으나 호텔신라의 공항 면세 실적은 9월을 기점으로 더 악화되고 있는 걸로 추정



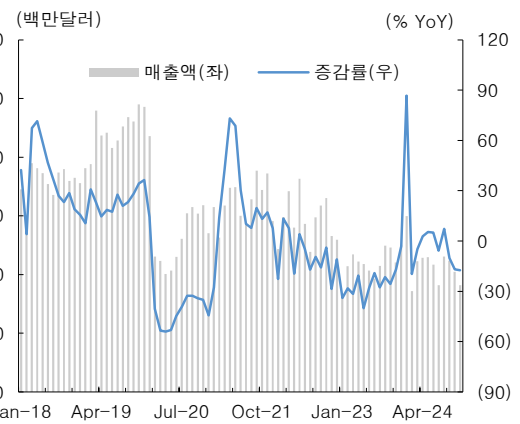
자료: 관광통계포털, 한국투자증권

[그림 2] 인천공항 국제선 출국객수 추이. 2024년 4분기 기준 출국객수는 2019년 대비 106% 수준



자료: 인천공항공사, 한국투자증권

[그림 3] 국제선 출국객수 회복 등 리오프닝이 완벽히 이루어졌음에도 한국의 면세산업 회복은 더디게 이루어지는 중. 이는 중국 화장품 산업의 더딘 회복과 중국 관광객의 소비 패턴 변화 등 때문



자료: 한국면세점협회, 한국투자증권

기업개요 및 용어해설

호텔신라는 면세유통과 호텔 사업을 영위하는 서비스 유통기업. 2024년 4분기 말 기준 면세점은 국내 4개(온라인 제외), 해외 3개를 운영 중이며 호텔은 직영 2개, 임차/위탁 18개 운영 중임. 2023년 7월부터 인천공항 T1/T2에서 DF1/DF3를 운영

손익계산서

(단위: 십억원)

	2022A	2023A	2024A	2025F	2026F
매출액	4,922	3,568	3,948	4,477	4,829
매출원가	2,161	2,150	2,294	2,572	2,740
매출총이익	2,761	1,419	1,653	1,905	2,089
판매관리비	2,683	1,327	1,658	1,804	1,898
영업이익	78	91	(5)	101	191
영업이익률(%)	1.6	2.6	(0.1)	2.3	4.0
EBITDA	205	219	123	232	324
EBITDA Margin(%)	4.2	6.1	3.1	5.2	6.7
영업외수익	(138)	16	(50)	(31)	(36)
금융수익	13	42	24	22	18
금융비용	120	52	50	53	55
기타영업외손익	(31)	25	(25)	0	0
관계기업관련손익	0	0	0	0	0
세전계속사업이익	(60)	107	(55)	70	155
법인세비용	(9)	21	6	17	39
연결당기순이익	(50)	86	(61)	52	116
지배주주지분순이익	(50)	86	(62)	52	116
지배주주순이익률(%)	(1.0)	2.4	(1.6)	1.2	2.4
성장성(%, YoY)					
매출 증가율	30.2	(27.5)	10.6	13.4	7.9
영업이익 증가율	(34.1)	16.4	NM	NM	89.4
지배주주순이익 증가율	NM	NM	NM	NM	122.3
EPS 증가율	NM	NM	NM	NM	122.4
EBITDA 증가율	(16.9)	6.9	(43.7)	88.0	39.7

현금흐름표

(단위: 십억원)

	2022A	2023A	2024A	2025F	2026F
영업활동현금흐름	220	243	(52)	301	271
당기순이익	(50)	86	(61)	52	116
유형자산감가상각비	112	115	115	116	117
무형자산상각비	14	13	13	15	16
자산부채변동	13	12	(120)	116	21
기타	131	17	1	2	1
투자활동현금흐름	(81)	(231)	(790)	(304)	(249)
유형자산투자	(54)	(55)	(664)	(136)	(129)
유형자산매각	0	1	0	0	0
투자자산순증	(31)	(123)	(45)	(59)	(42)
무형자산순증	0	0	(16)	(19)	(19)
기타	4	(54)	(65)	(90)	(59)
재무활동현금흐름	146	(138)	885	64	20
자본의증가	0	0	0	0	0
차입금의순증	179	(93)	138	71	27
배당금지급	(8)	(8)	(8)	(8)	(8)
기타	(25)	(37)	755	1	1
기타현금흐름	6	4	0	0	0
현금의증가	291	(122)	44	61	41
FCF	294	88	(724)	99	110

주: K-IFRS (연결) 기준

재무상태표

(단위: 십억원)

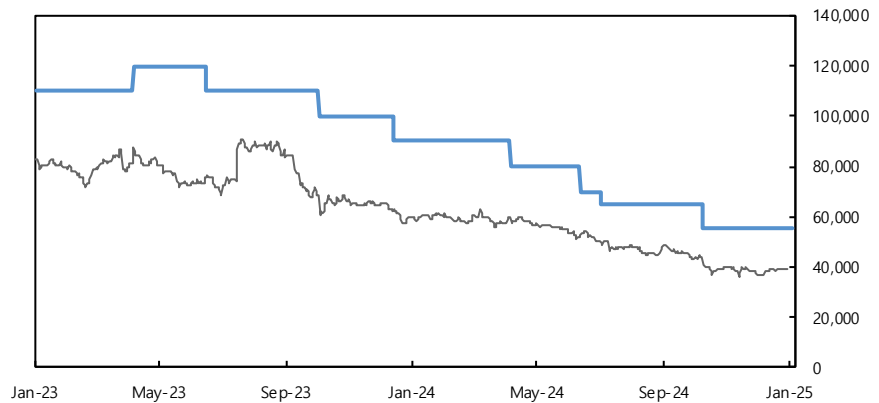
	2022A	2023A	2024A	2025F	2026F
자산총계	2,939	3,007	3,814	4,195	4,446
유동자산	1,479	1,380	1,527	1,732	1,868
현금성자산	534	412	455	517	557
매출채권및기타채권	249	269	297	337	364
재고자산	555	630	697	790	852
비유동자산	1,460	1,626	2,287	2,463	2,579
투자자산	186	330	365	414	446
유형자산	592	573	1,122	1,142	1,154
무형자산	35	29	32	36	39
부채총계	2,399	2,398	2,530	2,875	3,028
유동부채	1,306	1,188	982	1,228	1,374
매입채무및기타채무	590	677	566	537	579
단기차입금및단기사채	267	150	80	131	146
유동성장기부채	260	190	127	95	145
비유동부채	1,093	1,210	1,548	1,647	1,654
사채	639	749	881	926	934
장기차입금및금융부채	429	434	540	590	587
자본총계	540	608	1,284	1,319	1,418
지배주주지분	540	608	1,284	1,319	1,418
자본금	200	200	200	200	200
자본잉여금	197	197	197	197	197
기타자본	(104)	(104)	(104)	(104)	(104)
이익잉여금	242	304	990	1,035	1,143
비지배주주지분	0	0	0	0	0
순차입금	1,038	1,152	1,243	1,248	1,231

주요 투자지표

	2022A	2023A	2024A	2025F	2026F
주당지표(원)					
EPS	(1,325)	2,270	(1,627)	1,381	3,072
BPS	16,106	17,823	34,719	35,594	38,068
DPS	200	200	200	200	200
수익성(%)					
ROA	(1.8)	2.9	(1.8)	1.3	2.7
ROE	(9.0)	15.0	(6.5)	4.0	8.5
배당수익률	0.2	0.3	0.5	0.5	0.5
배당성향	NM	8.8	NM	14.5	6.5
안정성					
부채비율(x)	444.4	394.1	197.0	217.9	213.5
차입금/자본총계비율(%)	312.3	263.0	135.3	137.1	129.5
이자보상배율(x)	1.8	1.8	(0.1)	1.9	3.5
순차입금/EBITDA(x)	5.1	5.3	10.1	5.4	3.8
Valuation(x)					
PER	NM	28.8	NM	28.6	12.8
최고	NM	41.4	NM	28.9	13.0
최저	NM	25.5	NM	26.4	11.9
PBR	5.2	3.7	1.1	1.1	1.0
최고	5.3	5.3	1.9	1.1	1.0
최저	3.8	3.2	1.0	1.0	1.0
PSR	0.7	0.7	0.4	0.4	0.3
EV/EBITDA	20.7	16.7	21.2	11.7	8.3

투자의견 및 목표주가 변경내역

종목(코드번호)	제시일자	투자의견	목표주가	괴리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가대비
호텔신라 (008770)	2023.01.03	매수	110,000원	-26.8	-21.4
	2023.05.02	매수	120,000원	-35.5	-28.5
	2023.07.11	매수	110,000원	-27.5	-17.3
	2023.10.29	매수	100,000원	-34.8	-31.2
	2024.01.09	매수	90,000원	-34.1	-30.1
	2024.05.01	매수	80,000원	-29.8	-25.5
	2024.07.08	매수	70,000원	-25.7	-23.0
	2024.07.29	매수	65,000원	-28.6	-22.5
	2024.11.04	매수	55,000원	-29.4	-25.4
	2025.01.31	중립	-	-	-



■ Compliance notice

- 당사는 2025년 2월 3일 현재 호텔신라 종목의 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 리포트의 내용 일부를 기관투자자 또는 제3자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다.
- 동 리포트의 금융투자분석사와 배우자는 상기 발행주식을 보유하고 있지 않습니다.

■ 기업 투자의견은 향후 12개월간 시장 지수 대비 주가등락 기준임

- 매 수 : 시장 지수 대비 15%p 이상의 주가 상승 예상
- 중 립 : 시장 지수 대비 -15~15%p의 주가 등락 예상
- 비중축소 : 시장 지수 대비 15%p 이상의 주가 하락 예상
- 중립 및 비중축소 의견은 목표가 미제시

■ 투자등급 비율 (2024. 12. 31 기준)

매수	중립	비중축소(매도)
82.6%	17.4%	0%

※ 최근 1년간 공표한 유니버스 종목 기준

■ 업종 투자의견은 향후 12개월간 해당 업종의 유가증권시장(코스닥) 시가총액 비중 대비 포트폴리오 구성 비중에 대한 의견임

- 비중확대 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중보다 높이 가져갈 것을 권함
- 중 립 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중과 같게 가져갈 것을 권함
- 비중축소 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중보다 낮게 가져갈 것을 권함

■ 본 리포트는 고객의 증권투자를 돕기 위하여 작성된 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있으며, 당사의 동의 없이 어떤 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형할 수 없습니다.

■ 본 리포트는 당사 리서치본부에서 수집한 자료 및 정보를 기초로 작성된 것이나 당사가 그 자료 및 정보의 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없으므로 당사는 본 리포트로써 고객의 투자 결과에 대한 어떠한 보장도 행하는 것이 아닙니다. 최종적 투자 결정은 고객의 판단에 기초한 것이며 본 리포트는 투자 결과와 관련한 법적 분쟁에서 증거로 사용될 수 없습니다.

■ 본 리포트에 제시된 종목들은 리서치본부에서 수집한 자료 및 정보 또는 계량화된 모델을 기초로 작성된 것이나, 당사의 공식적인 의견과는 다를 수 있습니다.

■ 이 리포트에 게재된 내용들은 작성자의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.