

2Q20 Review: 추가적 악재는 제한적

매수
(유지)목표가: 100,000원
상승여력: 42.2%

김명주 myoungjoo.kim@miraeasset.com

경민정 minjeong_kyeong@miraeasset.com

2Q20 Review

예상보다 큰 손실 폭 기록

- 2Q20 연결 매출액 5,230억원(-61% YoY), 영업적자 634억원(적자전환) 기록
- 시장 기대치 대비 큰 적자폭 기록
- 예상보다 1) 저조한 제3자 반송 성과와 2) 소형 다이공 회복에 따른 수수료 증가 때문
- 1Q 대비 대형 다이공의 매출 차감 할인을 또한 증가. 매출 부진의 또다른 이유

추가적 악재는 제한적

불확실성은 여전히 존재, 그러나 추가적 악재는 제한적

- 인천공항 임차 할인(4개월치, 약 560억원)이 들어갔음에도 불구하고 큰 폭의 적자 지속
- 코로나19에 따라 객수 회복이 전혀 이루어지지 않았기 때문
- 코로나19 장기화에 따른 객수 회복 불확실성은 여전히 존재
- 그러나 코로나19를 제외 시 추가적인 악재는 제한적
- 코로나19 지속에도 불구하고 다이공 매출이 견조한 것은 한국 화장품 및 면세 채널에 대한 수요가 매우 견조하다는 증거

투자의견 및 밸류에이션

투자의견 매수, 목표주가 10만원 유지

- 코로나19를 제외 시 추가적인 악재는 없음
- 21년F 16.0배에 거래 중. 21년도 정상화가 된다고 가정 시 밸류에이션 부담 없음
- 현재 주가는 1) 코로나19에 따른 불확실과 2) 실적 부진이 모두 반영된 상태
- 1) 2Q 실적 부진과 2) 코로나19에 따른 불확실 지속에 따라 단기 조정 가능성 존재
- 추가 조정 시 호텔신라에 대한 분할 매수 전략 유효

Key data



현재주가(20/7/31, 원)	70,300	시가총액(십억원)	2,759
영업이익(20F, 십억원)	-149	발행주식수(백만주)	40
Consensus 영업이익(20F, 십억원)	-120	유동주식비율(%)	77.2
EPS 성장률(20F, %)	-	외국인 보유비중(%)	21.3
P/E(20F, x)	-	베타(12M) 일간수익률	1.04
MKT P/E(20F, x)	15.8	52주 최저가(원)	61,800
KOSPI	2,249.37	52주 최고가(원)	108,500

Share performance

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-1.0	-19.6	-10.7
상대주가	-7.2	-24.2	-19.6

Earnings and valuation metrics

결산기 (12월)	2016	2017	2018	2019	2020F	2021F
매출액 (십억원)	3,715	3,515	4,714	5,717	3,475	6,876
영업이익 (십억원)	79	73	209	296	-149	308
영업이익률 (%)	2.1	2.1	4.4	5.2	-4.3	4.5
순이익 (십억원)	28	25	110	170	-180	176
EPS (원)	696	632	2,758	4,243	-4,501	4,395
ROE (%)	4.0	3.8	15.4	20.2	-21.8	21.7
P/E (배)	69.2	134.3	27.7	21.4	-	16.0
P/B (배)	2.5	4.4	3.5	3.5	3.4	2.8
배당수익률 (%)	0.7	0.4	0.5	0.4	0.5	0.5

주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익
자료: 호텔신라, 미래에셋대우 리서치센터

표 1. 호텔신라 2분기 실적

(십억원, %)

	2Q19	1Q20	2Q20			성장률	
			발표치	추정치	컨센서스	YoY	QoQ
매출액	1,355	944	523	535	657	-61.4	-44.6
영업이익	79	-67	-63	-56	-53	적전	적축
영업이익률 (%)	5.8					-	-
순이익	52	-74	-68	-54	-55	적전	적축

주: 순이익은 지배주주기준 순이익

자료: 호텔신라, Dataguide, 미래에셋대우 리서치센터

표 2. 호텔신라 연간실적 변경

(십억원, %)

	변경전		변경후		변동률		변경사유
	2020F	2021F	2020F	2021F	2020F	2021F	
매출액	5,113	6,689	3,475	6,876	-32.0	2.8	코로나19 장기화에 따른 20년도 하반기 실적 부진 조정
영업이익	31	303	-147	308	적전	1.7	
영업이익률 (%)	0.6	4.5	-4.2	4.5	-4.8	0.0	
순이익	-43	182	-181	176	적확	-3.0	

주: 순이익은 지배주주 순이익 기준

자료: Dataguide, 미래에셋대우 리서치센터

표 3. 호텔신라 실적 추정

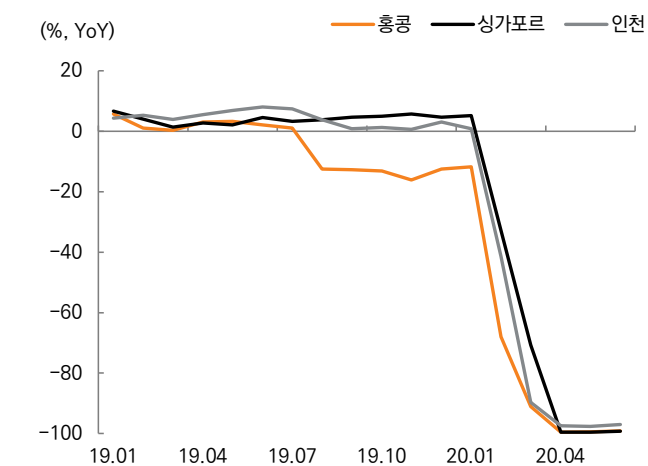
(십억원)

	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20	3Q20F	4Q20F	2018	2019	2020F	2021F
매출	1,126	1,175	1,220	1,193	1,343	1,355	1,475	1,544	944	523	809	1,200	4,714	5,717	3,475	6,876
면세산업	1,014	1,055	1,094	1,072	1,225	1,227	1,339	1,411	849	439	704	1,062	4,234	5,201	3,055	6,324
시내	581	613	626	621	721	756	856	941	559	394	579	791	2,441	3,274	2,322	3,835
공항	432	442	468	451	504	470	482	470	290	46	125	271	1,793	1,927	732	2,488
호텔/레저	112	120	127	121	118	128	137	133	94	84	105	138	480	516	421	553
매출원가	594	600	631	637	753	741	861	887	588	292	474	735	2,462	3,301	2,090	3,970
원가율(%)	53	51	52	53	56	55	58	57	62	56	59	61	52.2	57.7	60	58
판매비	487	505	521	529	509	534	557	580	422	295	378	438	2,042	2,121	1,534	2,599
영업이익	44	69	68	27	82	79	57	78	-67	-63	-44	26	209	296	-147	308
면세	48	64	59	25	82	70	45	70	-49	-47	-39	23	196	267	-112	281
호텔/레저	-3	6	9	2	-1	9	12	8	-18	-16	-4	3	13	29	-35	28
세전이익	42	65	66	-25	67	68	38	54	-93	-82	-55	3	147	226	-227	234
순이익	32	53	47	-21	52	52	28	38	-74	-68	-42	2	110	170	-181	176
YoY (%)																
매출	10	31	14	127	19	15	21	29	-30	-61	-45	-22	34	21	-39.2	97.9
영업이익	342	303	124	77	85	14	-16	182	적전	적전	적전	-66	186	41	적전	흑전
순이익	1,074	1,668	275	-402	64	-1	-41	흑전	적전	적전	적전	-94	336	54	적전	흑전

주: 순이익은 지배주주순이익 기준

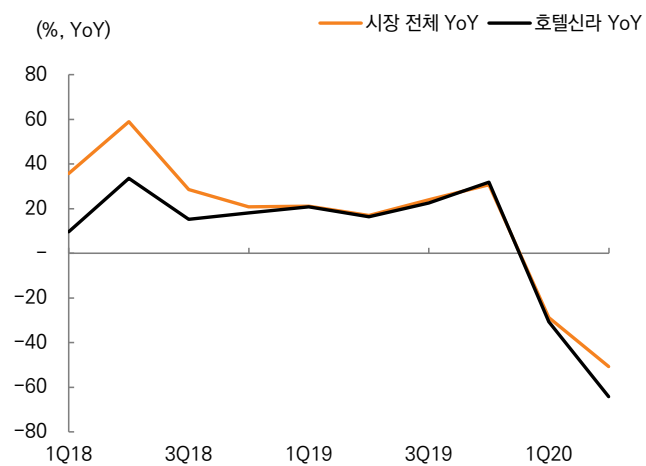
자료: 호텔신라, 미래에셋대우 리서치센터

그림 1. 주요 공항 여객 트래픽 추이



자료: 각국 공항, 미래에셋대우 리서치센터

그림 2. 면세 시장 vs 호텔신라(면세 부문) 매출 추이



자료: 면세점협회, 호텔신라, 미래에셋대우 리서치센터

호텔신라 (008770)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	2018	2019	2020F	2021F
매출액	4,714	5,717	3,475	6,876
매출원가	2,462	3,301	2,090	3,970
매출총이익	2,252	2,416	1,385	2,906
판매비와관리비	2,042	2,121	1,534	2,599
조정영업이익	209	296	-149	308
영업이익	209	296	-149	308
비영업손익	-62	-70	-80	-74
금융손익	-8	-27	-29	-35
관계기업등 투자손익	0	0	0	0
세전계속사업손익	147	226	-229	234
계속사업법인세비용	37	56	-49	58
계속사업이익	110	169	-180	176
중단사업이익	0	0	0	0
당기순이익	110	169	-180	176
지배주주	110	170	-180	176
비지배주주	0	0	0	0
총포괄이익	110	168	-175	176
지배주주	110	168	-175	176
비지배주주	0	0	0	0
EBITDA	284	515	86	540
FCF	76	338	-71	203
EBITDA 마진율 (%)	6.0	9.0	2.5	7.9
영업이익률 (%)	4.4	5.2	-4.3	4.5
지배주주귀속 순이익률 (%)	2.3	3.0	-5.2	2.6

예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	2018	2019	2020F	2021F
유동자산	1,272	1,716	1,410	1,901
현금 및 현금성자산	282	508	472	459
매출채권 및 기타채권	203	266	207	319
재고자산	704	849	660	1,019
기타유동자산	83	93	71	104
비유동자산	1,032	1,811	1,780	1,856
관계기업투자등	34	48	37	57
유형자산	697	675	654	637
무형자산	48	56	60	44
자산총계	2,304	3,527	3,190	3,757
유동부채	1,003	1,438	1,356	1,749
매입채무 및 기타채무	350	507	394	608
단기금융부채	160	419	564	527
기타유동부채	493	512	398	614
비유동부채	536	1,170	1,103	1,114
장기금융부채	499	1,143	1,082	1,082
기타비유동부채	37	27	21	32
부채총계	1,539	2,608	2,458	2,864
지배주주지분	764	920	731	894
자본금	200	200	200	200
자본잉여금	197	197	197	197
이익잉여금	475	627	434	596
비지배주주지분	1	0	0	0
자본총계	765	920	731	894

예상 현금흐름표 (요약)

(십억원)	2018	2019	2020F	2021F
영업활동으로 인한 현금흐름	154	404	95	403
당기순이익	110	169	-180	176
비현금수익비용가감	178	341	218	326
유형자산감가상각비	62	205	217	217
무형자산상각비	12	15	18	15
기타	104	121	-17	94
영업활동으로인한자산및부채의변동	-117	-44	15	-53
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	-16	-28	24	-52
재고자산 감소(증가)	-230	-139	191	-359
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	43	150	-99	183
법인세납부	-23	-70	30	-58
투자활동으로 인한 현금흐름	-103	-93	-137	-297
유형자산처분(취득)	-71	-65	-165	-200
무형자산감소(증가)	0	0	-15	0
장단기금융자산의 감소(증가)	20	7	51	-97
기타투자활동	-52	-35	-8	0
재무활동으로 인한 현금흐름	-245	-87	-8	-99
장단기금융부채의 증가(감소)	-211	903	84	-37
자본의 증가(감소)	0	0	0	0
배당금의 지급	-13	-13	0	-13
기타재무활동	-21	-977	-92	-49
현금의 증가	-193	226	-36	-13
기초현금	474	282	508	472
기말현금	282	508	472	459

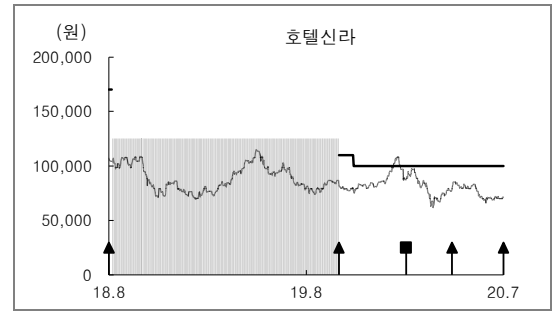
자료: 호텔신라, 미래에셋대우 리서치센터

예상 주당가치 및 valuation (요약)

	2018	2019	2020F	2021F
P/E (x)	27.7	21.4	-	16.0
P/CF (x)	10.6	7.1	73.6	5.6
P/B (x)	3.5	3.5	3.4	2.8
EV/EBITDA (x)	12.0	9.0	45.9	7.3
EPS (원)	2,758	4,243	-4,501	4,395
CFPS (원)	7,201	12,764	955	12,535
BPS (원)	21,722	25,591	20,877	24,940
DPS (원)	350	350	350	350
배당성향 (%)	11.8	7.7	-7.2	7.4
배당수익률 (%)	0.5	0.4	0.5	0.5
매출액증가율 (%)	34.1	21.3	-39.2	97.9
EBITDA증가율 (%)	95.9	81.3	-83.3	527.9
조정영업이익증가율 (%)	186.3	41.6	-	-
EPS증가율 (%)	336.4	53.8	-	-
매출채권 회전을 (회)	54.8	52.4	31.7	56.3
재고자산 회전을 (회)	8.0	7.4	4.6	8.2
매입채무 회전을 (회)	9.4	9.2	5.4	9.3
ROA (%)	4.9	5.8	-5.4	5.1
ROE (%)	15.4	20.2	-21.8	21.7
ROIC (%)	18.7	17.3	-8.3	13.9
부채비율 (%)	201.1	283.6	336.3	320.5
유동비율 (%)	126.9	119.3	104.0	108.7
순차입금/자기자본 (%)	46.3	112.2	156.9	124.6
조정영업이익/금융비용 (x)	11.3	7.5	-3.6	6.4

투자의견 및 목표주가 변동추이

제시일자	투자의견	목표주가(원)	과리율(%)	
			평균주가대비	최고(최저)주가대비
호텔신라 (008770)				
2020.04.27	매수	100,000	-	-
2020.02.02	Trading Buy	100,000	-16.06	8.50
2019.10.28	매수	100,000	-12.40	8.50
2019.10.01	매수	110,000	-28.15	-26.36
2018.08.07	분석 대상 제외		-	-
2018.04.29	매수	170,000	-32.49	-22.35



* 과리율 산정: 수정주가 적용, 목표주가 대상시점은 1년이며 목표주가를 변경하는 경우 해당 조사분석자료의 공표일 전일까지 기간을 대상으로 함

투자의견 분류 및 적용기준

기업	산업
매수 : 향후 12개월 기준 절대수익률 20% 이상의 초과수익 예상	비중확대 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 대비 높거나 상승
Trading Buy : 향후 12개월 기준 절대수익률 10% 이상의 초과수익 예상	중립 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 수준
중립 : 향후 12개월 기준 절대수익률 -10~10% 이내의 등락이 예상	비중축소 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 대비 낮거나 악화
매도 : 향후 12개월 기준 절대수익률 -10% 이상의 추가하락이 예상	

매수(▲), Trading Buy(■), 중립(●), 매도(◆), 주가(—), 목표주가(→), Not covered(■)

투자의견 비율

매수(매수)	Trading Buy(매수)	중립(중립)	매도
76.22%	11.59%	11.59%	0.60%

* 2020년 6월 30일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

Compliance Notice

- 당사는 자료 작성일 현재 호텔신라(를) 기초자산으로 하는 주식워런트증권에 대해 유동성공급자(LP)업무를 수행하고 있습니다.
- 당사는 본 자료를 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 조사분석 대상법인의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 본 자료는 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었음을 확인합니다.

본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 종목 선택이나 투자시기에 대한 최종 결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 조사분석자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 허락 없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.