

3Q20 Preview: 높은 주가 하방 경직성

매수
(유지)

목표가: 100,000원
상승여력: 32.1%

김명주 myoungjoo.kim@miraeasset.com

경민정 minjeong_kyeong@miraeasset.com

3Q20 Preview

연결 기준 영업적자 322억원 예상

- 2Q에 이어 적자 지속. 이유는 1) 코로나19 장기화에 따른 더딘 면세점 객수 회복과 2) 여전히 높은 고정비 부담 때문
- 9월부터 인천공항 임차료가 매출 연동으로 반영. 고정비 부담 크게 완화
- 3자 배송 또한 안정적인 성과 기록 중
- 1) 낮아진 고정비 부담과 2) 꾸준한 객단가 증가로 4Q부터 유의미한 손익 개선 예상

추가적 악재는 제한적

불확실성은 여전히 존재, 그러나 추가적인 악재 제한적

- 면세 산업의 외국인 구매 객수 여전히 -95% YoY 수준(8월 기준)
- 코로나19 장기화에 따라 객수 회복 시점에 대한 불확실성 존재
- 그러나 추가적인 악재는 제한적. 현 수준 보다 객수 하락은 없을 것
- 코로나19 지속에도 불구하고 객단가는 지속 상승 중
- 1) 타이공의 구매 수요와 2) 한국 면세점의 경쟁력이 여전히 견조하다는 증거

투자의견 및 밸류에이션

투자의견 매수, 목표주가 10만원 유지

- 21년F P/E 30배 수준으로 밸류에이션 부담 존재
- 백신 등의 호재가 없을 경우 내년까지 코로나19 영향은 지속될 가능성 높음
- 그러나 현재 주가는 코로나19 장기화에 따른 실적 부진이 모두 반영된 상태
- 당분간 추가적인 악재는 제한적. 주가 하방 경직성 매우 높다고 판단
- 호텔신라 주가는 악재보다는 호재에 민감할 것. 투자의견 매수 유지

Key data



현재주가(20/10/5, 원)	75,700	시가총액(십억원)	2,971
영업이익(20F, 십억원)	-167	발행주식수(백만주)	40
Consensus 영업이익(20F, 십억원)	-170	유동주식비율(%)	77.2
EPS 성장률(20F, %)	-	외국인 보유비중(%)	21.1
P/E(20F, x)	-	베타(12M) 일간수익률	1.04
MKT P/E(20F, x)	-	52주 최저가(원)	61,800
KOSPI	2,358.00	52주 최고가(원)	108,500

Share performance

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	1.5	13.0	-5.1
상대주가	1.9	-17.3	-18.7

Earnings and valuation metrics

결산기 (12월)	2016	2017	2018	2019	2020F	2021F
매출액 (십억원)	3,715	3,515	4,714	5,717	3,257	5,000
영업이익 (십억원)	79	73	209	296	-167	193
영업이익률 (%)	2.1	2.1	4.4	5.2	-5.1	3.9
순이익 (십억원)	28	25	110	170	-193	99
EPS (원)	696	632	2,758	4,243	-4,832	2,475
ROE (%)	4.0	3.8	15.4	20.2	-23.7	13.1
P/E (배)	69.2	134.3	27.7	21.4	-	30.6
P/B (배)	2.5	4.4	3.5	3.5	3.7	3.3
배당수익률 (%)	0.7	0.4	0.5	0.4	0.5	0.5

표 1. 호텔신라 3Q20 실적 추정

(십억원, %, %p)

	3Q19	2Q20	3Q20F		성장률	
			추정치	컨센서스	YoY	QoQ
매출액	1,475	523	809	773	-45.2	54.7
영업이익	57	-63	-32	-37	적전	적지
영업이익률(%)	3.9	-	-	-	-	-
순이익	28	-68	-34	-36	적전	적지

주: 연결기준, 순이익은 지배주주 순이익 기준

자료: Dataguide, 호텔신라, 미래에셋대우 리서치센터

표 2. 호텔신라 연간 실적 변경

(십억원, %, %p)

	변경전		변경후		변동률		변경사유
	2020F	2021F	2020F	2021F	2020F	2021F	
매출액	3,183	5,150	3,257	5,000	2.3	-2.9	
영업이익	-165	192	-167	193	-	0.5	
영업이익률(%)	-5.2	3.7	-5.1	3.9	-	0.1	
순이익	-197	98	-193	99	-	1.2	

주: 연결기준, 순이익은 지배주주 순이익 기준

자료: 미래에셋대우 리서치센터

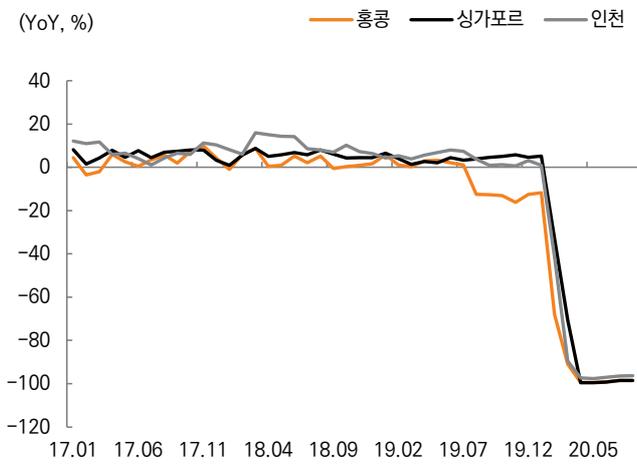
표 3. 호텔신라 실적 추정

(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	981	4,714	5,717	3,257	5,000
면세 산업	1,014	1,055	1,094	1,072	1,225	1,227	1,339	1,411	849	439	699	864	4,234	5,201	2,851	4,444
시내	581	613	626	621	721	756	856	941	559	394	614	733	2,441	3,274	2,300	2,983
공항	432	442	468	451	504	470	482	470	290	46	85	130	1,793	1,927	551	1,461
호텔/레저	112	120	127	121	118	128	137	133	94	84	110	117	480	516	406	557
매출원가	594	600	631	637	753	741	861	887	588	292	562	684	2,462	3,301	2,204	2,900
원가율(%)	53	51	52	53	56	55	58	57	62	56	69	70	52.2	57.7	68	58
판매비	487	505	521	529	509	534	557	580	422	295	280	302	2,042	2,121	1,220	1,907
영업이익	44	69	68	27	82	79	57	78	-67	-63	-32	-4	209	296	-167	193
면세	48	64	59	25	82	70	45	70	-49	-47	-30	0	196	267	-126	164
호텔/레저	-3	6	9	2	-1	9	12	8	-18	-16	-2	-5	13	29	-41	29
세전이익	42	65	66	-25	67	68	38	54	-93	-82	-46	-23	147	226	-243	132
순이익	32	53	47	-21	52	52	28	38	-74	-68	-34	-18	110	170	-193	99
YoY (%)																
매출	10	31	14	127	19	15	21	29	-30	-61	-45	-36	34	21	-43.0	53.5
영업이익	342	303	124	77	85	14	-16	182	적전	적전	적전	적전	186	41	적전	흑전
순이익	1,074	1,668	275	-402	64	-1	-41	흑전	적전	적전	적전	적전	336	54	적전	흑전

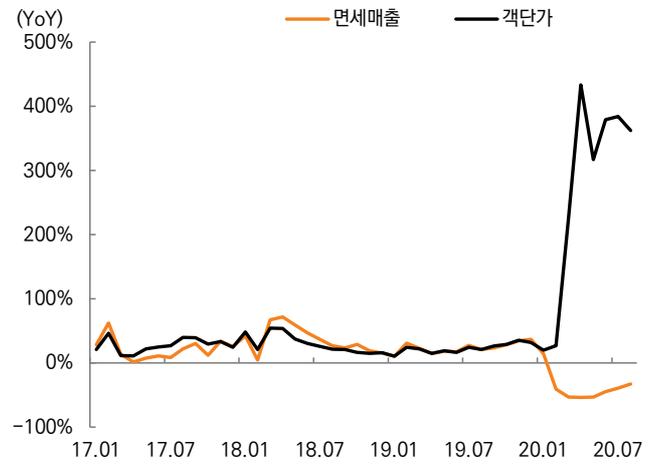
자료: 미래에셋대우 리서치센터

그림 1. 인천/홍콩/싱가포르 공항 여객수 YoY



자료: 각 국가 공항, 미래에셋대우 리서치센터

그림 2. 한국면세점 매출/객단가 추이



자료: 한국면세점협회, 미래에셋대우 리서치센터

호텔신라 (008770)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	2018	2019	2020F	2021F
매출액	4,714	5,717	3,257	5,000
매출원가	2,462	3,301	2,204	2,900
매출총이익	2,252	2,416	1,053	2,100
판매비와관리비	2,042	2,121	1,220	1,907
조정영업이익	209	296	-167	193
영업이익	209	296	-167	193
비영업손익	-62	-70	-76	-61
금융손익	-8	-27	-35	-42
관계기업등 투자손익	0	0	-12	-1
세전계속사업손익	147	226	-243	132
계속사업법인세비용	37	56	-50	33
계속사업이익	110	169	-193	99
중단사업이익	0	0	0	0
당기순이익	110	169	-193	99
지배주주	110	170	-193	99
비지배주주	0	0	0	0
총포괄이익	110	168	-190	99
지배주주	110	168	-191	99
비지배주주	0	0	0	0
EBITDA	284	515	80	441
FCF	76	338	-21	171
EBITDA 마진율 (%)	6.0	9.0	2.5	8.8
영업이익률 (%)	4.4	5.2	-5.1	3.9
지배주주귀속 순이익률 (%)	2.3	3.0	-5.9	2.0

예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	2018	2019	2020F	2021F
유동자산	1,272	1,716	1,358	1,726
현금 및 현금성자산	282	508	599	542
매출채권 및 기타채권	203	266	169	264
재고자산	704	849	540	842
기타유동자산	83	93	50	78
비유동자산	1,032	1,811	1,788	1,832
관계기업투자등	34	48	30	47
유형자산	697	675	641	608
무형자산	48	56	56	41
자산총계	2,304	3,527	3,146	3,558
유동부채	1,003	1,438	935	1,351
매입채무 및 기타채무	350	507	322	503
단기금융부채	160	419	287	340
기타유동부채	493	512	326	508
비유동부채	536	1,170	1,496	1,405
장기금융부채	499	1,143	1,479	1,379
기타비유동부채	37	27	17	26
부채총계	1,539	2,608	2,431	2,756
지배주주지분	764	920	715	801
자본금	200	200	200	200
자본잉여금	197	197	197	197
이익잉여금	475	627	420	506
비지배주주지분	1	0	1	1
자본총계	765	920	716	802

예상 현금흐름표 (요약)

(십억원)	2018	2019	2020F	2021F
영업활동으로 인한 현금흐름	154	404	104	371
당기순이익	110	169	-193	99
비현금수익비용가감	178	341	247	323
유형자산감가상각비	62	205	228	232
무형자산상각비	12	15	18	15
기타	104	121	1	76
영업활동으로인한자산및부채의변동	-117	-44	26	-45
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	-16	-28	38	-44
재고자산 감소(증가)	-230	-139	309	-302
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	43	150	-156	154
법인세납부	-23	-70	14	-33
투자활동으로 인한 현금흐름	-103	-93	-131	-282
유형자산처분(취득)	-71	-65	-124	-200
무형자산감소(증가)	0	0	-9	0
장단기금융자산의 감소(증가)	20	7	84	-82
기타투자활동	-52	-35	-82	0
재무활동으로 인한 현금흐름	-245	-87	21	-129
장단기금융부채의 증가(감소)	-211	903	204	-47
자본의 증가(감소)	0	0	0	0
배당금의 지급	-13	-13	-13	-13
기타재무활동	-21	-977	-170	-69
현금의 증가	-193	226	91	-57
기초현금	474	282	508	599
기말현금	282	508	599	542

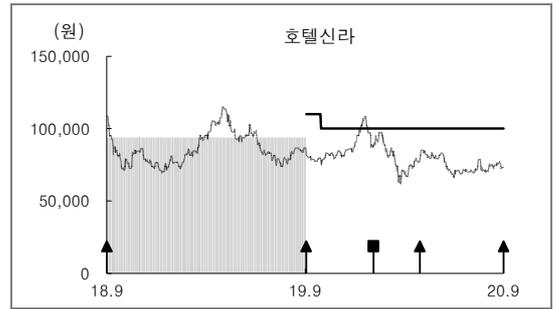
자료: 호텔신라, 미래에셋대우 리서치센터

예상 주당가치 및 valuation (요약)

	2018	2019	2020F	2021F
P/E (x)	27.7	21.4	-	30.6
P/CF (x)	10.6	7.1	55.9	7.2
P/B (x)	3.5	3.5	3.7	3.3
EV/EBITDA (x)	12.0	9.0	52.2	9.5
EPS (원)	2,758	4,243	-4,832	2,475
CFPS (원)	7,201	12,764	1,354	10,551
BPS (원)	21,722	25,591	20,491	22,634
DPS (원)	350	350	350	350
배당성향 (%)	11.8	7.7	-6.7	13.1
배당수익률 (%)	0.5	0.4	0.5	0.5
매출액증가율 (%)	34.1	21.3	-43.0	53.5
EBITDA증가율 (%)	95.9	81.3	-84.5	451.3
조정영업이익증가율 (%)	186.3	41.6	-	-
EPS증가율 (%)	336.4	53.8	-	-
매출채권 회전을 (회)	54.8	52.4	32.2	49.7
재고자산 회전을 (회)	8.0	7.4	4.7	7.2
매입채무 회전을 (회)	9.4	9.2	6.2	8.2
ROA (%)	4.9	5.8	-5.8	3.0
ROE (%)	15.4	20.2	-23.7	13.1
ROIC (%)	18.7	17.3	-10.1	8.7
부채비율 (%)	201.1	283.6	339.6	343.9
유동비율 (%)	126.9	119.3	145.3	127.8
순차입금/자기자본 (%)	46.3	112.2	161.0	144.1
조정영업이익/금융비용 (x)	11.3	7.5	-3.5	2.8

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		-	-



* 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.