

호텔신라 (008770)

호텔/레저



이진협

02 3770 5659
jinhyeob.lee@yuantakorea.com

투자 의견	BUY (I)
목표주가	105,000원 (I)
현재주가 (3/9)	81,000원
상승여력	30%

시가총액	32,201억원
총발행주식수	40,000,000주
60일 평균 거래대금	645억원
60일 평균 거래량	703,444주
52주 고	115,000원
52주 저	74,000원
외인지분율	28.47%
주요주주	삼성생명보험 외 5인 17.34%

주가수익률(%)	1개월	3개월	12개월
절대	(12.0)	0.4	(4.4)
상대	(0.4)	7.2	4.6
절대(달러환산)	(12.4)	0.2	(8.9)

면세업에서의 경쟁력은 여전, 하반기를 기대하자

투자의견 BUY, 목표주가 10.5만원으로 커버리지 개시

호텔신라에 대해 투자의견 BUY, 목표주가 10.5만원으로 커버리지를 개시한다. 목표주가는 12MF 지배순이익 1,736억원에 Target P/E Multiple 22배를 적용한 것이다. P/E 22배는 최근 2년간 상단 Valuation 수준에 해당한다.

코로나19 확산에 따른 상반기까지는 실적 부진이 불가피한 상황이나, 2분기 중 면세점 업황 회복, 중국 양회에서 구체화될 수 있는 경기부양책에 따른 중국 소비 개선 기대감, 시진핑 주석의 방한에 따른 한중 관계 개선의 기대감 등이 연이어 주가에 반영되며, 하반기 빠른 주가 회복이 나타날 수 있을 것으로 전망된다. 분명한 것은 코로나19 확산은 일시적인 이슈이며, 압도적인 소싱 능력을 바탕으로 한 동사의 면세점 경쟁력이 훼손된 것은 아니라는 점이다.

상반기까지는 부진 불가피. 2분기 중 회복 전망

한중 양국의 코로나19 확산에 따라 유통업 중 가장 큰 악영향을 받고 있는 업태는 면세점이다. 타이공의 활동이 위축되면서 현재 -40% YoY 수준으로 매출액이 감소한 상황으로 파악된다. 특히 항공기 운휴 및 감염에 따라 물리적으로 단절된 상황이라는 하지만, 인터넷 면세점을 통해 타이공의 주문이 지속되고 있다는 점은 타이공 수요가 여전히 견조하다는 것을 반증한다는 판단이다. 양국의 코로나19 사태가 4월 이전까지 마무리된다면, 5월부터 면세점 매출은 다시금 정상 궤도에 오를 수 있을 것으로 판단된다.

하반기, 일련의 이슈들에 대한 기대감이 나타날 것

하반기에는 2019년 연말에서 2020년 연초까지 동사의 주가에 반영되었던 기대감들이 일련의 이벤트로 인해 순차적으로 반영될 수 있을 것으로 기대한다. 우선, 중국 양회를 통해 구체화될 중국 정부의 경기 부양책으로 중국 소비에 대한 기대감이 반영될 수 있을 것이다. 또 하나는 시진핑 주석의 방한이다. 시 주석의 일본 방한이 공식 연기된 상황에서 상반기 방한 가능성은 굉장히 낮아진 상황임에도 우리 정부의 한중 관계 정상화를 위한 의지가 높은 상황이기엔 연중 시진핑 주석의 방한은 아직까지 가능성이 있다고 판단된다. 시진핑 주석 방한의 구체적인 시그널이 나온다면, 지난해 연말부터 나타난 Valuation Re-rating 현상이 다시 한 번 재현될 수 있을 것으로 전망된다. 하반기 일련의 이슈들에 대해 주목하자.

Quarterly earning Forecasts (억원, %)

	1Q20E	전년동기대비	전분기대비	컨센서스	컨센서스대비
매출액	11,185	-16.7	-27.6	13,581	-17.6
영업이익	13	-98.4	-98.4	542	-97.7
세전계속사업이익	-99	적전	적전	426	-123.2
지배순이익	-76	적전	적전	289	-126.4
영업이익률 (%)	0.1	-6.0 %pt	-4.9 %pt	4.0	-3.9 %pt
지배순이익률 (%)	-0.7	적전	적전	2.1	-2.8 %pt

자료: 유안타증권

Forecasts and valuations (K-IFRS 연결) (억원, 원, %, 배)

결산 (12월)	2017A	2018A	2019F	2020F
매출액	35,147	47,137	57,173	59,932
영업이익	731	2,091	2,958	2,226
지배순이익	253	1,103	1,697	1,377
PER	93.3	34.7	21.0	22.9
PBR	3.4	4.8	3.7	2.9
EV/EBITDA	19.1	14.8	5.9	5.9
ROE	3.8	15.4	20.0	13.8

자료: 유안타증권

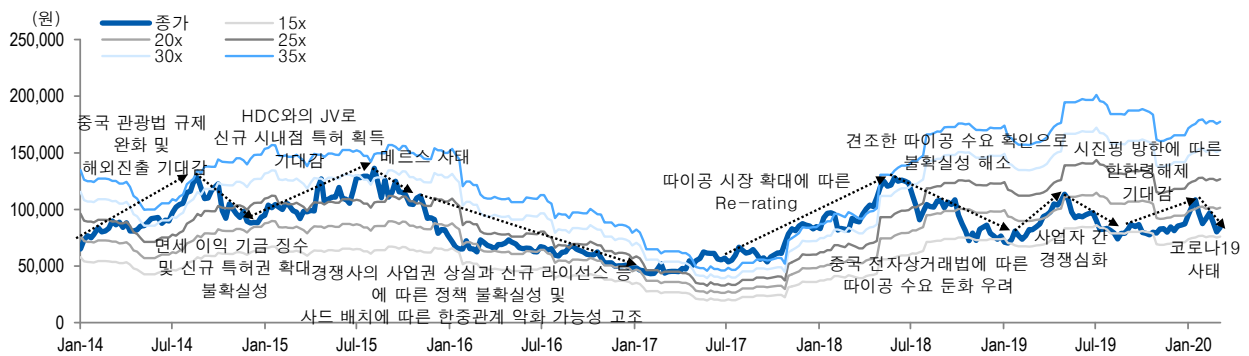
[표 1] 호텔신라 P/E Valuation

(단위: 억원, x 배, 천주, 원)

	20E	21E	12MF 지배순이익	비고
지배순이익	1,377	2,456	1,736	
Target P/E	22			
적정 시가총액	38,722			
발행주식 수	37,113			자사주 제외
적정주가	104,334			

자료: 유안타증권 리서치센터

[그림 1] 호텔신라 P/E(12MF) 추이



자료: 유안타증권 리서치센터

[표 2] 호텔신라 실적 추이 및 전망

(단위: 억원)

	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20E	2Q20E	3Q20E	4Q20E	2018	2019	2020E
매출액	13,432	13,459	14,753	15,440	11,185	13,561	17,823	17,363	47,136	57,084	59,932
YoY	19.3%	14.6%	20.9%	29.4%	-16.7%	0.8%	20.8%	12.5%	34.1%	21.1%	5.0%
TR	12,252	12,265	13,386	14,109	10,091	12,215	16,368	15,917	42,336	52,012	54,591
시내점	7,210	7,561	8,564	9,405	6,006	7,561	11,133	10,816	24,410	32,740	35,516
공항점	5,042	4,704	4,822	4,704	4,086	4,654	5,235	5,101	17,926	19,272	19,075
호텔&레저	1,180	1,284	1,367	1,331	1,094	1,346	1,455	1,446	4,800	5,162	5,341
영업이익	817	792	574	776	13	431	937	844	2,092	2,959	2,226
YoY	84.8%	14.0%	-15.6%	182.2%	-98.4%	-45.6%	63.3%	8.8%	186.2%	41.4%	-24.8%
TR	822	698	451	701	68	323	776	705	1,961	2,672	1,871
호텔&레저	-5	94	123	75	-55	108	162	140	131	287	354
영업이익률	6.1%	5.9%	3.9%	5.0%	0.1%	3.2%	5.3%	4.9%	4.4%	5.2%	3.7%
TR	6.7%	5.7%	3.4%	5.0%	0.7%	2.6%	4.7%	4.4%	4.6%	5.1%	3.4%
호텔&레저	-0.4%	7.3%	9.0%	5.6%	-5.1%	8.0%	11.1%	9.7%	2.7%	5.6%	6.6%

자료: 호텔신라, 유안타증권 리서치센터

호텔신라 (008770) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

손익계산서 (단위: 억원)					
결산 (12월)	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
매출액	35,147	47,137	57,173	59,932	71,752
매출원가	18,660	24,622	9,247	34,437	42,400
매출총이익	16,486	22,515	47,927	25,495	29,352
판매비	15,756	20,424	44,968	23,270	25,756
영업이익	731	2,091	2,958	2,226	3,595
EBITDA	1,445	2,837	7,670	7,048	8,503
영업외손익	-283	-621	-703	-438	-406
외환관련손익	61	-52	-97	0	0
이자손익	-148	-77	-364	-318	-286
관계기업관련손익	0	0	0	0	0
기타	-196	-492	-241	-120	-120
법인세비용차감전순이익	447	1,470	2,256	1,788	3,189
법인세비용	195	367	562	411	734
계속사업순이익	253	1,103	1,694	1,377	2,456
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	253	1,103	1,694	1,377	2,456
지배지분순이익	253	1,103	1,697	1,377	2,456
포괄순이익	192	1,102	1,783	1,487	2,566
지배지분포괄이익	192	1,102	1,785	1,487	2,566

주: 영업이익의 산출 기준은 기존 k-GAAP과 동일. 즉, 매출액에서 매출원가와 판매비만 차감

재무상태표 (단위: 억원)					
결산 (12월)	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
유동자산	11,677	12,722	16,531	16,670	16,450
현금및현금성자산	4,744	2,819	4,353	3,248	2,288
매출채권 및 기타채권	1,762	2,196	2,711	2,886	2,990
재고자산	4,691	7,036	8,578	9,646	10,282
비유동자산	10,515	10,316	21,258	22,036	22,728
유형자산	6,931	6,969	6,879	7,766	8,540
관계기업 등 지분관련자산	328	345	486	486	486
기타투자자산	2,536	2,184	2,162	2,162	2,162
자산총계	22,192	23,037	37,789	38,706	39,178
유동부채	8,794	10,027	16,716	17,278	17,600
매입채무 및 기타채무	5,626	6,945	8,200	8,762	9,083
단기차입금	216	98	287	287	287
유동성장기부채	2,000	1,500	2,498	2,498	2,498
비유동부채	6,717	5,359	11,770	10,770	9,770
장기차입금	0	0	0	0	0
사채	6,486	4,991	3,989	2,989	1,989
부채총계	15,510	15,387	28,486	28,048	27,370
지배지분	6,675	7,644	9,297	10,651	11,800
자본금	2,000	2,000	2,000	2,000	2,000
자본잉여금	1,966	1,966	1,966	1,966	1,966
이익잉여금	3,816	4,754	6,316	7,560	8,599
비지배지분	7	7	7	7	8
자본총계	6,681	7,651	9,303	10,658	11,808
순차입금	3,919	3,545	9,451	9,555	9,515
총차입금	8,701	6,589	14,089	13,089	12,089

현금흐름표 (단위: 억원)					
결산 (12월)	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
영업활동 현금흐름	2,072	1,539	6,697	6,031	7,509
당기순이익	253	1,103	1,694	1,377	2,456
감가상각비	581	623	4,574	4,713	4,826
외환손익	4	-19	-26	0	0
종속, 관계기업 관련손익	80	18	26	0	0
자산부채의 증감	664	-1,173	-181	-479	-183
기타현금흐름	490	987	610	421	410
투자활동 현금흐름	-1,621	-1,028	-1,859	-5,320	-5,312
투자자산	-893	-278	-355	0	0
유형자산 증가 (CAPEX)	-649	-778	-1,729	-5,600	-5,600
유형자산 감소	44	65	3	0	0
기타현금흐름	-123	-37	222	280	288
재무활동 현금흐름	853	-2,447	-3,853	-4,785	-4,753
단기차입금	-289	-122	179	0	0
사채 및 장기차입금	1,491	-2,000	-8	-1,000	-1,000
자본	0	0	0	0	0
현금배당	-133	-133	-133	-133	-133
기타현금흐름	-216	-192	-3,891	-3,652	-3,620
연결범위변동 등 기타	-26	11	549	2,970	1,596
현금의 증감	1,278	-1,925	1,534	-1,104	-960
기초 현금	3,467	4,744	2,819	4,353	3,248
기말 현금	4,744	2,819	4,353	3,248	2,288
NOPLAT	731	2,091	2,958	2,226	3,595
FCF	1,143	364	5,022	456	1,894

자료: 유안타증권

주: 1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임

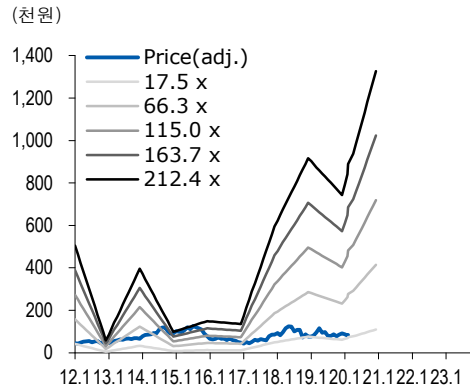
2. PER 등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 증가 기준, 전망치는 현재주가 기준임

3. ROE, ROA의 경우, 자본, 자산 항목은 연초, 연말 평균을 기준으로 함

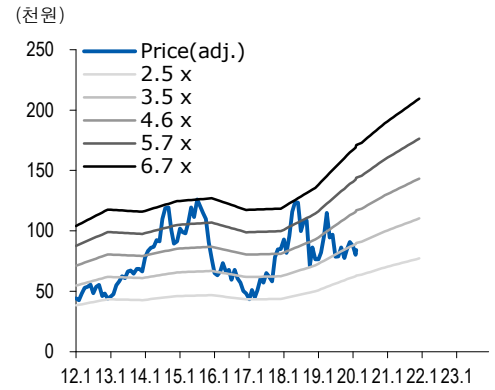
Valuation 지표 (단위: 원, 배, %)					
결산 (12월)	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
EPS	637	2,803	4,316	3,500	6,250
BPS	17,633	20,194	24,560	28,137	31,173
EBITDAPS	3,613	7,093	19,174	17,619	21,258
SPS	87,867	117,842	142,934	149,831	179,379
DPS	350	350	350	350	350
PER	93.3	34.7	21.0	22.9	13.0
PBR	3.4	4.8	3.7	2.9	2.6
EV/EBITDA	19.1	14.8	5.9	5.9	4.9
PSR	0.7	0.8	0.6	0.5	0.5

재무비율 (단위: 배, %)					
결산 (12월)	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
매출액 증가율 (%)	-5.4	34.1	21.3	4.8	19.7
영업이익 증가율 (%)	-7.4	186.1	41.5	-24.8	61.5
지배순이익 증가율 (%)	-9.1	336.3	53.8	-18.9	78.4
매출총이익률 (%)	46.9	47.8	83.8	42.5	40.9
영업이익률 (%)	2.1	4.4	5.2	3.7	5.0
지배순이익률 (%)	0.7	2.3	3.0	2.3	3.4
EBITDA 마진 (%)	4.1	6.0	13.4	11.8	11.9
ROIC	5.0	19.2	24.8	17.2	24.6
ROA	1.2	4.9	5.6	3.6	6.3
ROE	3.8	15.4	20.0	13.8	21.9
부채비율 (%)	232.1	201.1	306.2	263.2	231.8
순차입금/자기자본 (%)	58.7	46.4	101.7	89.7	80.6
영업이익/금융비용 (배)	3.3	11.3	6.1	5.0	8.8

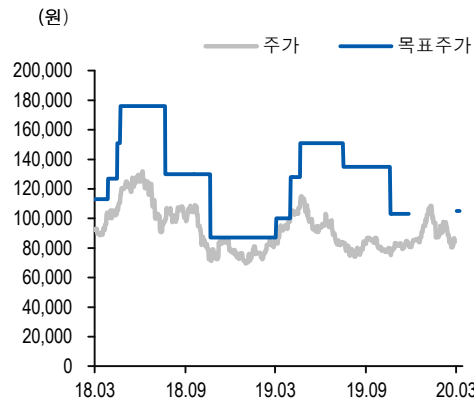
P/E band chart



P/B band chart



호텔신라 (008770) 투자등급 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2020-03-10	BUY	105,000	1년		
	담당자변경				
2019-10-28	BUY	103,000	1년	-14.53	5.34
2019-07-25	BUY	135,000	1년	-40.39	-35.70
2019-04-29	BUY	151,000	1년	-37.12	-23.84
2019-04-09	BUY	128,000	1년	-18.30	-16.02
2019-03-11	BUY	100,000	1년	-7.47	-1.70
2019-01-28	HOLD	87,000	1년	-10.54	-
2018-10-29	BUY	87,000	1년	-11.29	-0.80
2018-07-30	BUY	130,000	1년	-24.24	-16.15

자료: 유안타증권

주: 과리율 = (실제주가* - 목표주가) / 목표주가 X 100

- * 1) 목표주가 제시 대상시점까지의 "평균주가"
- 2) 목표주가 제시 대상시점까지의 "최고(또는 최저) 주가"

구분	투자의견 비율(%)
Strong Buy(매수)	1.2
Buy(매수)	88.4
Hold(중립)	10.4
Sell(비중 축소)	0.0
합계	100.0

주: 기준일 2020-03-07

※ 해외 계열회사 등이 작성하거나 공표한 리포트는 투자등급 비율 산정시 제외

- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 타인의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인함. (작성자: 이진협)
- 당사는 자료공표일 현재 동 종목 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당 기업과 관련하여 특별한 이해관계가 없습니다.
- 당사는 동 자료를 전문투자자 및 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 자료공표일 현재 대상법인의 주식관련 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 종목 투자등급 (Guide Line): 투자기간 12개월, 절대수익률 기준 투자등급 4단계(Strong Buy, Buy, Hold, Sell)로 구분한다
- Strong Buy: 30%이상 Buy: 10%이상, Hold: -10~10%, Sell: -10%이하로 구분
- 업종 투자등급 Guide Line: 투자기간 12개월, 시가총액 대비 업종 비중 기준의 투자등급 3단계(Overweight, Neutral, Underweight)로 구분
- 2014년 2월21일부터 당사 투자등급이 기존 3단계 + 2단계에서 4단계로 변경

본 자료는 투자자의 투자를 권유할 목적으로 작성된 것이 아니라, 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 작성된 참고 자료입니다. 본 자료는 금융투자분석사가 신뢰할만 하다고 판단되는 자료와 정보에 의거하여 만들어진 것이지만, 당사와 금융투자분석사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없습니다. 따라서, 본 자료를 참고한 투자자의 투자의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않습니다. 또한, 본 자료는 당사 투자자에게만 제공되는 자료로 당사의 동의 없이 본 자료를 무단으로 복제 전송 인용 배포하는 행위는 법으로 금지되어 있습니다.