



BUY(Maintain)

목표주가: 94,000원

주가(10/30): 74,200원

시가총액: 29,122억원

음식료/유통

Analyst 박상준, CFA

02) 3787-4807 sjpark@kiwoom.com

RA 조영한

02) 3787-0335 yh.cho@kiwoom.com

Stock Data

KOSPI (10/30)	2,267.15pt	
52 주 주가동향	최고가	최저가
최고/최저가 대비	108,500원	61,800원
등락률	-31.6%	20.1%
수익률	절대	상대
1M	-2.5%	0.1%
6M	-12.9%	-25.2%
1Y	-5.4%	-13.2%

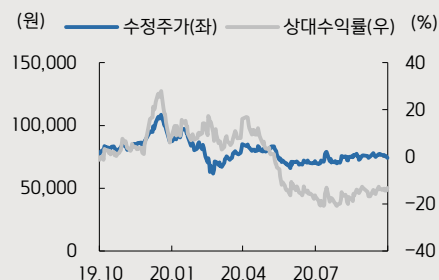
Company Data

발행주식수	39,248천주
일평균 거래량(3M)	633천주
외국인 지분율	20.5%
배당수익률(20E)	0.2%
BPS(20E)	18,802원
주요 주주	삼성생명보험 외 5 인 17.3%

투자지표

(십억원, IFRS 연결)	2018	2019	2020F	2021F
매출액	4,713.7	5,717.3	3,217.9	4,001.9
영업이익	209.1	295.9	-125.7	211.5
EBITDA	283.7	353.9	-64.7	269.5
세전이익	147.0	225.6	-200.0	157.9
순이익	110.3	169.4	-161.3	119.7
지배주주지분순이익	110.3	169.7	-161.4	119.7
EPS(원)	2,758	4,243	-4,034	2,992
증감률(% YoY)	336.3	53.9	적전	흑전
PER(배)	27.7	21.4	-18.4	24.8
PBR(배)	4.00	3.95	3.95	3.46
EV/EBITDA(배)	12.0	10.8	-56.7	13.5
영업이익률(%)	4.4	5.2	-3.9	5.3
ROE(%)	15.4	20.2	-19.3	14.9
순차입금비용(%)	46.3	24.4	100.6	84.5

Price Trend



호텔신라 (008770)

눈 앞에 다가온 흑자전환



호텔신라의 3분기 연결기준 영업이익은 -198억원으로 시장 컨센서스를 상회하였다. 매출액과 영업이익 모두 시장 기대치를 상회한 가운데, 시내면세점과 해외공항 면세점의 수익성이 회복된 점이 인상적이었다. 4분기 흑자전환 및 업황 회복 국면 진입이 기대되는 가운데, 향후 실적 회복 강도는 1) 중소형 다이공 수요와 2) 여행 수요 회복 강도에 의해 좌우될 것으로 판단된다.

>>> 3분기 영업이익 -198억원으로 시장 컨센서스 상회

호텔신라의 3분기 연결기준 영업이익은 -198억원으로 시장 컨센서스(-313억원)를 상회하였다. 연결기준 매출액도 8,795억원으로 시장 컨센서스를 약 1천억원 정도 상회하였다.

3분기 실적에서 확인할 수 있었던 중요한 사실은 크게 2가지로 판단된다. **첫째, 시내면세점 OPM은 4~5% 수준으로 회복되었다.** 2분기의 1% 수준 대비 3~4%p 증가한 셈이다. 동사의 3분기 시내면세점 QoQ 성장률은 +67%로, 시장 성장률 +25%를 크게 상회하였는데, 제3차 반송과 내수통관 매출이 확대되었고, 3분기에 2분기 대비 할인 판매와 판촉비용이 감소했기 때문이다. 따라서, 국내 시내면세점은 코로나19 수요 급감에 따른 최악의 영업환경에 벗어나고 있는 것으로 판단된다. **둘째, 해외공항 면세점 매출과 이익이 크게 회복되었다.** 동사의 공항면세점 매출은 2분기 457억원에서 3분기 1,132억원으로 +675억원 증가하였는데, 이 중 해외공항 면세점의 기여도는 +542억원 수준으로 추산된다. 특히, 창이/홍콩공항 면세점에 대해 임대료 감면 등 정책적 지원이 확대되면서, 해외공항 면세점의 영업이익이 81억원을 기록한 것으로 추산된다.

>>> 4분기부터 흑자전환 및 업황 회복 국면 진입 전망

동사의 4Q20 연결기준 영업이익은 244억원(+442억원 QoQ)으로 전망된다. 제주 시내면세점 재오픈으로 고정비가 다소 증가할 수 있겠으나, 인천공항 면세점 임대료에 대한 매출 연동제 시행으로 고정비가 절감되면서(-560억원 QoQ), 영업이익이 흑자전환 할 것으로 판단된다. 4분기 시내면세점 수요는 10월초 국경절 연휴에 따른 수요 공백에도 불구하고, 3분기와 유사한 수준이 가능할 것으로 기대된다. 현재 국내 면세점 수요는 코로나19 영향을 비교적 적게 받는 대형 다이공 중심이기 때문에, 중기적으로 국내 면세점 수요의 일부가 회복될 것으로 기대된다.

>>> 투자의견 BUY, 목표주가 94,000원 유지

호텔신라에 대해 투자의견 BUY, 목표주가 94,000원을 유지한다. 코로나19 수요 급감으로 위축되었던 국내 면세점 업황은 점차 회복 국면에 진입할 것으로 판단된다. **향후 동사의 실적 회복 강도는 1) 중소형 다이공 수요와 2) 트래블 버블 시행 등에 의한 여행 수요 회복 강도에 따라 좌우될 것으로 판단된다.**

호텔신라 3Q20 실적 리뷰 상세

부문	주요 내용
면세점 매출	- 시내점 -23% YoY/+67% QoQ, 국내공항 -77% YoY/+37% QoQ, 해외공항 -76% YoY/+565% QoQ - 대형 다이공 수요 회복, 3 자반송/내수통관 매출 증가로 2 분기 대비 시내면세점 수요 회복세
면세점 수익성	- 시내점 OPM 은 2 분기 1% 수준에서 3 분기 4~5% 수준으로 회복 - 해외공항 면세점은 임대료 감면 등 정책적 지원이 확대되면서, 3 분기 영업이익 81 억원 기록(흑자전환)
기타	- 호텔/레저 사업부는 계절적 성수기 진입, 프로모션 확대에 따른 투숙률 회복으로 영업적자가 2 분기 대비 104 억원 축소

자료: 호텔신라, 키움증권 리서치

호텔신라 연결기준 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20	3Q20P	4Q20E	1Q21E	2Q21E	3Q21E	4Q21E	2019	2020E	2021E
영업수익	1,343	1,355	1,475	1,544	944	523	880	872	940	969	1,023	1,070	5,717	3,218	4,002
(YoY)	19.3%	15.3%	20.9%	29.4%	-29.7%	-61.4%	-40.4%	-43.5%	-0.4%	85.3%	16.3%	22.8%	21.3%	-43.7%	24.4%
TR	1,225	1,227	1,339	1,411	849	439	771	762	832	854	897	948	5,201	2,821	3,532
(YoY)	20.9%	16.3%	22.4%	31.7%	-30.7%	-64.2%	-42.4%	-46.0%	-2.0%	94.5%	16.4%	24.4%	22.9%	-45.8%	25.2%
별도기준	950	968	1,075	1,159	689	430	707	705	770	791	823	856	4,152	2,531	3,240
(YoY)	23.2%	18.2%	28.8%	40.6%	-27.5%	-55.6%	-34.2%	-39.2%	11.6%	84.1%	16.4%	21.5%	27.8%	-39.0%	28.0%
시내	721	756	856	941	559	394	658	650	715	736	759	781	3,274	2,260	2,991
(YoY)	24.0%	23.3%	36.9%	51.5%	-22.5%	-48.0%	-23.2%	-30.9%	27.9%	87.2%	15.3%	20.2%	34.1%	-31.0%	32.3%
공항	229	211	219	218	131	36	49	55	55	55	65	75	878	271	248
(YoY)	20.7%	3.0%	4.6%	7.5%	-43.1%	-82.9%	-77.4%	-75.0%	-58.2%	51.2%	30.8%	36.6%	8.7%	-69.2%	-8.2%
연결-별도	275	259	263	252	160	10	64	57	63	63	74	92	1,049	290	292
(YoY)	13.5%	9.6%	1.7%	1.8%	-41.8%	-96.3%	-75.8%	-77.3%	-60.9%	559.3%	16.5%	59.9%	6.5%	-72.3%	0.4%
호텔&레저	118	128	137	133	95	84	109	110	108	115	125	123	516	397	470
(YoY)	5.5%	7.0%	7.7%	9.7%	-19.9%	-34.8%	-20.6%	-17.5%	14.0%	37.1%	15.4%	11.6%	7.5%	-23.2%	18.6%
서울	34	43	42	45	28	27	32	37	31	38	37	42	164	124	148
제주	17	19	24	18	12	16	23	17	16	19	25	19	78	67	80
스테이	30	35	37	39	22	21	27	30	26	29	32	33	141	99	118
레저	35	31	30	30	29	20	24	25	31	29	28	28	126	97	116
기타	2	1	4	1	4	1	3	1	4	1	3	1	8	9	9
영업이익	82	79	57	78	-67	-63	-20	24	38	54	60	59	296	-126	212
(YoY)	84.9%	14.0%	-15.6%	182.5%	적전	적전	적전	-68.6%	흑전	흑전	흑전	143.9%	41.5%	적전	흑전
(OPM)	6.1%	5.8%	3.9%	5.0%	-7.1%	-12.1%	-2.3%	2.8%	4.0%	5.5%	5.9%	5.6%	5.2%	-3.9%	5.3%
TR	82	70	45	70	-49	-47	-14	30	39	48	50	50	267	-81	187
(YoY)	72.7%	9.1%	-24.1%	179.3%	적전	적전	적전	-57.5%	흑전	흑전	흑전	68.1%	36.3%	적전	흑전
(OPM)	6.7%	5.7%	3.4%	5.0%	-5.8%	-10.8%	-1.8%	3.9%	4.7%	5.6%	5.6%	5.3%	5.1%	-2.9%	5.3%
별도기준	78	71	51	78	-37	-36	-22	22	31	39	41	39	278	-74	150
(OPM)	8.2%	7.4%	4.8%	6.8%	-5.4%	-8.4%	-3.2%	3.1%	4.0%	5.0%	5.0%	4.5%	6.7%	-2.9%	4.6%
연결-별도	5	-1	-6	-8	-12	-11	8	8	8	8	9	11	-11	-7	37
호텔&레저	-1	9	12	8	-18	-16	-6	-5	-2	6	10	9	29	-45	24
(OPM)	-0.4%	7.3%	9.0%	5.6%	-18.8%	-19.1%	-5.2%	-4.9%	-1.4%	5.3%	8.1%	7.6%	5.6%	-11.3%	5.1%
세전이익	67	68	38	54	-93	-82	-37	11	24	40	47	46	226	-200	158
순이익	52	52	27	38	-74	-68	-28	8	19	31	36	35	169	-161	120
(자배)순이익	52	52	28	38	-74	-68	-28	8	19	31	36	35	170	-161	120
(YoY)	63.7%	-0.9%	-41.4%	흑전	적전	적전	적전	-77.8%	흑전	흑전	흑전	312.6%	53.9%	적전	흑전

자료: 호텔신라, 키움증권 리서치

포괄손익계산서

(단위 :십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
매출액	4,713.7	5,717.3	3,217.9	4,001.9	4,585.7
매출원가	2,462.2	3,300.7	2,006.1	2,524.9	2,895.5
매출총이익	2,251.5	2,416.6	1,211.9	1,477.0	1,690.3
판매비	2,042.4	2,120.8	1,337.6	1,265.5	1,427.7
영업이익	209.1	295.9	-125.7	211.5	262.5
EBITDA	283.7	353.9	-64.7	269.5	328.6
영업외손익	-62.1	-70.3	-74.3	-53.6	-49.7
이자수익	10.9	12.2	7.8	8.8	8.2
이자비용	18.6	39.6	48.1	48.5	45.9
외환관련이익	17.9	32.1	30.0	30.0	30.0
외환관련손실	23.2	37.9	30.0	30.0	30.0
종속 및 관계기업손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타	-49.1	-37.1	-34.0	-13.9	-12.0
법인세차감전이익	147.0	225.6	-200.0	157.9	212.8
법인세비용	36.7	56.2	-38.7	38.2	51.5
계속사업손익	110.3	169.4	-161.3	119.7	161.3
당기순이익	110.3	169.4	-161.3	119.7	161.3
지배주주순이익	110.3	169.7	-161.4	119.7	161.3
증감율 및 수익성 (%)					
매출액 증감율	34.1	21.3	-43.7	24.4	14.6
영업이익 증감율	186.1	41.5	-142.5	-268.3	24.1
EBITDA 증감율	96.3	24.7	-118.3	-516.5	21.9
지배주주순이익 증감율	336.2	53.9	-195.1	-174.2	34.8
EPS 증감율	336.3	53.9	적전	흑전	34.8
매출총이익율(%)	47.8	42.3	37.7	36.9	36.9
영업이익율(%)	4.4	5.2	-3.9	5.3	5.7
EBITDA Margin(%)	6.0	6.2	-2.0	6.7	7.2
지배주주순이익율(%)	2.3	3.0	-5.0	3.0	3.5

재무상태표

(단위 :십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
유동자산	1,272.2	1,716.1	1,452.2	1,593.6	1,654.6
현금 및 현금성자산	281.9	508.3	324.8	371.4	345.2
단기금융자산	22.5	35.4	21.3	21.3	21.3
매출채권 및 기타채권	219.6	271.3	160.9	222.3	286.6
재고자산	703.6	849.4	919.4	952.8	975.7
기타유동자산	44.6	51.7	25.8	25.8	25.8
비유동자산	1,031.6	1,811.2	1,858.1	1,898.0	1,929.8
투자자산	252.8	256.7	336.7	336.7	336.7
유형자산	696.9	674.5	656.5	711.2	757.7
무형자산	48.0	56.1	40.9	26.2	11.6
기타비유동자산	33.9	823.9	824.0	823.9	823.8
자산총계	2,303.7	3,527.3	3,310.2	3,491.6	3,584.4
유동부채	1,002.7	1,438.1	1,038.1	1,263.0	1,257.7
매입채무 및 기타채무	694.5	858.0	473.2	532.6	576.9
단기금융부채	159.8	418.8	403.5	569.0	519.5
기타유동부채	148.4	161.3	161.4	161.4	161.3
비유동부채	535.9	1,169.7	1,519.7	1,369.7	1,319.7
장기금융부채	499.1	1,142.7	1,492.7	1,342.7	1,292.7
기타비유동부채	36.8	27.0	27.0	27.0	27.0
부채총계	1,538.7	2,607.7	2,557.7	2,632.6	2,577.4
지배지분	764.4	919.2	752.1	858.5	1,006.5
자본금	200.0	200.0	200.0	200.0	200.0
자본잉여금	196.6	196.6	196.6	196.6	196.6
기타자본	-104.5	-104.5	-104.5	-104.5	-104.5
기타포괄손익누계액	-3.0	0.1	0.1	0.1	0.1
이익잉여금	475.4	627.0	459.9	566.3	714.3
비지배지분	0.7	0.4	0.4	0.4	0.4
자본총계	765.1	919.5	752.5	858.9	1,007.0

현금흐름표

(단위 :십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
영업활동 현금흐름	153.9	403.7	-360.1	186.4	256.5
당기순이익	110.3	169.4	-161.3	119.7	161.3
비현금항목의 가감	177.7	341.1	222.3	219.2	227.3
유형자산감가상각비	62.3	65.6	68.0	65.4	73.5
무형자산감가상각비	12.3	14.5	15.1	14.7	14.7
지분법평가손익	-12.0	-6.7	0.0	0.0	0.0
기타	115.1	267.7	139.2	139.1	139.1
영업활동자산부채증감	-117.3	-43.5	-311.0	-43.0	-42.9
매출채권및기타채권의감소	-16.4	-28.0	110.5	-61.4	-64.3
재고자산의감소	-230.4	-139.0	-70.0	-33.4	-22.9
매입채무및기타채무의증가	43.2	150.3	-384.8	59.4	44.3
기타	86.3	-26.8	33.3	-7.6	0.0
기타현금흐름	-16.8	-63.3	-110.1	-109.5	-89.2
투자활동 현금흐름	-102.8	-92.6	-115.8	-120.0	-120.0
유형자산의 취득	-77.8	-65.8	-50.0	-120.0	-120.0
유형자산의 처분	6.5	0.4	0.0	0.0	0.0
무형자산의 순취득	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
투자자산의감소(증가)	33.6	-3.9	-80.0	0.0	0.0
단기금융자산의감소(증가)	-18.7	-13.0	14.2	0.0	0.0
기타	-46.4	-10.3	0.0	0.0	0.0
재무활동 현금흐름	-244.7	-87.2	156.5	-155.1	-277.7
차입금의 증가(감소)	-212.2	108.6	334.8	15.5	-99.5
자본금, 자본잉여금의 증가(감소)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자기주식처분(취득)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
배당금지급	-13.3	-13.3	-13.3	-5.7	-13.3
기타	-19.2	-182.5	-165.0	-164.9	-164.9
기타현금흐름	1.1	2.4	135.9	135.2	115.1
현금 및 현금성자산의 순증가	-192.5	226.4	-183.5	46.5	-26.1
기초현금 및 현금성자산	474.4	281.9	508.3	324.8	371.3
기말현금 및 현금성자산	281.9	508.3	324.8	371.3	345.2

자료: 키움증권 리서치

투자지표

(단위 :원, %, 배)

12월 결산, IFRS 연결	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
주당지표(원)					
EPS	2,758	4,243	-4,034	2,992	4,033
BPS	19,110	22,979	18,802	21,462	25,163
CFPS	7,201	12,764	1,524	8,472	9,715
DPS	350	350	150	350	350
주가배수(배)					
PER	27.7	21.4	-18.4	24.8	18.4
PER(최고)	47.9	27.8	-27.5		
PER(최저)	24.8	16.3	-15.0		
PBR	4.00	3.95	3.95	3.46	2.95
PBR(최고)	6.91	5.14	5.90		
PBR(최저)	3.58	3.02	3.23		
PSR	0.65	0.64	0.92	0.74	0.65
PCFR	10.6	7.1	48.7	8.8	7.6
EV/EBITDA	12.0	10.8	-56.7	13.5	10.9
주요비율(%)					
배당성향(% , 보통주, 현금)	11.8	7.7	-3.5	10.9	8.1
배당수익률(% , 보통주, 현금)	0.5	0.4	0.2	0.5	0.5
ROA	4.9	5.8	-4.7	3.5	4.6
ROE	15.4	20.2	-19.3	14.9	17.3
ROIC	17.0	15.2	-6.6	7.2	8.8
매출채권회전율	23.8	23.3	14.9	20.9	18.0
재고자산회전율	8.0	7.4	3.6	4.3	4.8
부채비율	201.1	283.6	339.9	306.5	256.0
순차입금비용	46.3	24.4	100.6	84.5	64.8
이자보상배율	11.3	7.5	-2.6	4.4	5.7
총차입금	658.9	768.5	1,103.3	1,118.8	1,019.3
순차입금	354.5	224.8	757.2	726.1	652.8
NOPLAT	141.6	193.9	-119.2	143.6	182.2
FCF	27.6	165.0	-397.1	60.6	107.5

Compliance Notice

- 당사는 10월 30일 현재 '호텔신라' 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사는 자료 작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

고지사항

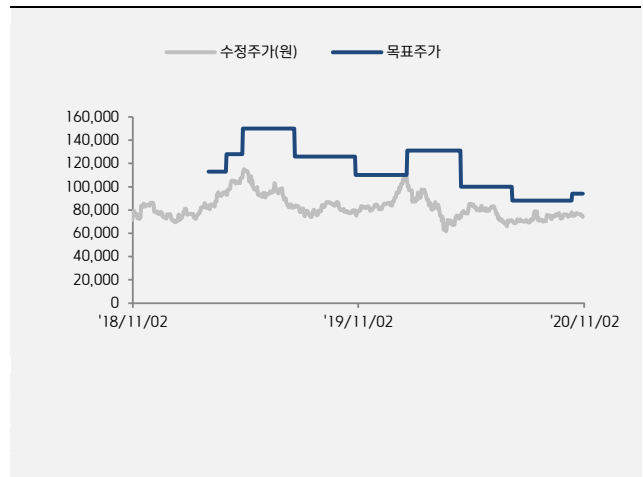
- 본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없고, 통지 없이 의견이 변경될 수 있습니다.
- 본 조사분석자료는 유가증권 투자를 위한 정보제공을 목적으로 당사 고객에게 배포되는 참고자료로서, 유가증권의 종류, 종목, 매매의 구분과 방법 등에 관한 의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않으며 법적 분쟁에서 증거로 사용 될 수 없습니다.
- 본 조사 분석자료를 무단으로 인용, 복제, 전시, 배포, 전송, 편집, 번역, 출판하는 등의 방법으로 저작권을 침해하는 경우에는 관련법에 의하여 민·형사상 책임을 지게 됩니다.

투자의견변동내역(2개년)

종목명	일자	투자의견	목표주가	목표 가격 대상 시점	과리율(%)	
					평균 주가대비	최고 주가대비
호텔신라 (008770)	2019-03-04	BUY(Initiate)	113,000원	6개월	-20.82	-15.31
	2019-04-02	BUY(Maintain)	128,000원	6개월	-19.84	-16.02
	2019-04-29	BUY(Maintain)	150,000원	6개월	-35.91	-23.33
	2019-07-22	BUY(Maintain)	126,000원	6개월	-33.81	-33.33
	2019-07-29	BUY(Maintain)	126,000원	6개월	-35.79	-31.11
	2019-10-22	BUY(Maintain)	126,000원	6개월	-35.86	-31.11
	2019-10-28	BUY(Maintain)	110,000원	6개월	-20.91	-1.36
	2020-01-20	BUY(Maintain)	131,000원	6개월	-28.28	-21.37
	2020-02-03	BUY(Maintain)	131,000원	6개월	-37.17	-21.37
	2020-04-16	BUY(Maintain)	100,000원	6개월	-22.67	-20.60
	2020-04-27	BUY(Maintain)	100,000원	6개월	-22.21	-14.80
	2020-07-08	BUY(Maintain)	88,000원	6개월	-16.98	-10.34
	2020-10-13	BUY(Maintain)	94,000원	6개월	-19.17	-17.87
	2020-11-02	BUY(Maintain)	94,000원	6개월		

*주가는 수정주가를 기준으로 과리율을 산출하였음.

목표주가추이(2개년)



투자의견 및 적용기준

기업	적용기준(6개월)
Buy(매수)	시장대비 +20% 이상 주가 상승 예상
Outperform(시장수익률 상회)	시장대비 +10~+20% 주가 상승 예상
Marketperform(시장수익률)	시장대비 +10~-10% 주가 변동 예상
Underperform(시장수익률 하회)	시장대비 -10~-20% 주가 하락 예상
Sell(매도)	시장대비 -20% 이하 주가 하락 예상

업종	적용기준(6개월)
Overweight (비중확대)	시장대비 +10% 이상 초과수익 예상
Neutral (중립)	시장대비 +10~-10% 변동 예상
Underweight (비중축소)	시장대비 -10% 이상 초과하락 예상

투자등급 비율 통계 (2019/10/01~2020/09/30)

매수	중립	매도
98.14%	1.86%	0.00%