

SK COMPANY Analysis



Analyst

손윤경, CFA

skcase1976@sk.com

02-3773-8477

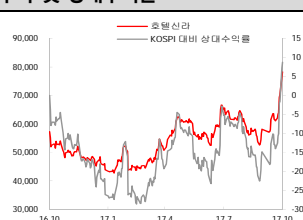
Company Data

자본금	2,000 억원
발행주식수	4,000 만주
자사주	215 만주
액면가	5,000 원
시가총액	30,731 억원
주요주주	
삼성생명보험(주)(외4)	17.24%
국민연금공단	13.49%
외국인지분률	18.80%
배당수익률	0.40%

Stock Data

주가(17/10/31)	78,300 원
KOSPI	2523.43 pt
52주 Beta	1.09
52주 최고가	78,300 원
52주 최저가	42,800 원
60일 평균 거래대금	283 억원

주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	34.5%	27.7%
6개월	54.1%	34.7%
12개월	36.7%	8.7%

호텔신라 (008770/KS | 매수(신규편입) | T.P 110,000 원(신규편입)

위안화 강세에 따른 중국 출국자 증가, 호텔신라 최대 수혜

호텔신라에 대해 목표주가 110,000 원과 투자 의견 매수로 분석 시작. 동사의 지배주주 수익은 1) 2018 년 대규모 면세점 확대와 2) 중국의 출국자 증가에 따른 국내외 면세점의 실적 개선으로 가파르게 상승할 전망이다. 2020 년 지배주주수익은 2,800 억원으로 2017 년 대비 7 배 이상에 이를 것으로 추정. 최근 나타나고 있는 한국과 중국간의 사드 갈등 해소는 국내 사업 정상화에 대한 심리적 기대감 상승 요인. 여기에 중국 출국자 증가를 확대까지 더해져 갈등 해소 이후 실질적인 중국인 소비 증가에 대한 기대감을 키움.

목표주가 110,000 원과 투자 의견 매수로 분석 시작

호텔신라에 대해 목표주가 110,000 원과 투자 의견 매수로 분석 시작. 목표주가 110,000 원은 시가총액 4 조 4,000 억원에 해당하는 것으로 2018 년 지배주주수익의 대비 P/E Multiple 40x 에 해당. 절대적으로 valuation 이 높아 보이나 동사는 1) 2018 년 대규모 신규 면세점 진출에 따른 성장과 2) 중국의 출국자 증가로 국내 내장은 물론 해외 내장의 실적 개선도 가능하여 2020 년 지배주주수익이 2018 년 대비 2 배 이상인 2,800 억 원에 이를 것으로 추정된다는 점에서 과도하지 않음.

중국의 출국자 증가를 확대: 해외 면세점이 많은 호텔신라에 가장 우호적

당사는 최근 감지되고 있는 위안화 강세가 중국의 출국자 수 증가를 이끌고 있는 것으로 판단. 근래 주요 아시아 국가에서 중국인 입국이 증가하고 있기 때문. 중국 출국수요 증가가 호텔신라에 미치는 영향은 절대적. 해외 사업 턴어라운드도 가능하게 하기 때문. 근간 나타나고 있는 한국과 중국간의 사드 갈등 해소는 국내 사업의 정상화에 대한 심리적인 기대감을 높이는 요인. 여기에 최근 감지되는 중국 출국자 수 증가를 확대는 갈등 해소 이후 실질적인 중국인의 소비 증가에 대한 기대감을 키우는 요인.

실제로 사드 갈등과 관계가 없는 싱가포르 창이 공항 면세점의 매출은 사드 갈등 이전부터 기대에 미치지 못 했는데, 2014 년 이후 중국의 출국자 증가율이 둔화된 것이 원인. 2017 년 들어 창이 공항 면세점 매출이 빠르게 회복되며 손실 폭이 눈에 띄게 축소되고 있음. 위안화 강세와 함께 중국의 출국 수요 및 소비가 증가하고 있는 것이 원인인 것으로 추정. 여기에 중국의 출국 수요 회복은 2018 년 영업을 본격화 할 홍콩 공항 면세점의 초년도 매출 3,400 억원을 달성하는데 큰 힘이 될 것으로 판단.

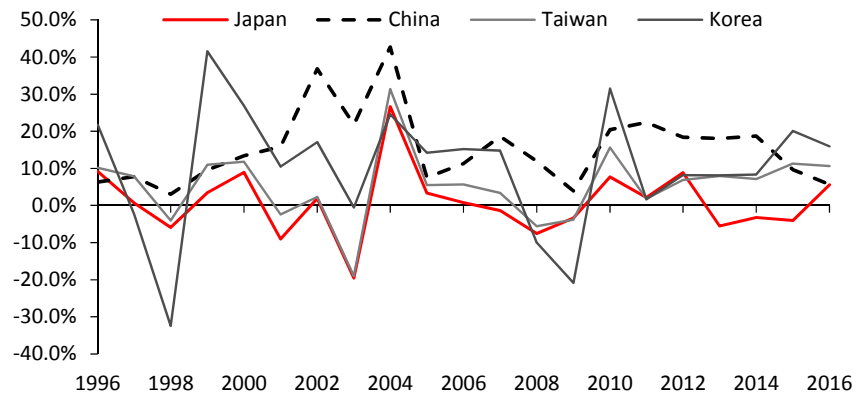
결국, 동사의 주가는 사드 갈등 해소에 따른 국내 사업의 장기 실적 개선 기대감과 중국의 출국 수요 증가에 따른 해외 사업의 실적 개선을 동시에 반영하며 가파르게 상승할 전망이다.

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	억원	29,090	32,517	37,153	39,498	50,870	60,589
yoy	%	26.6	11.8	14.3	6.3	28.8	19.1
영업이익	억원	1,390	772	790	777	1,352	2,428
yoy	%	60.6	-44.5	2.4	-1.6	74.1	79.6
EBITDA	억원	2,028	1,512	1,535	1,491	1,975	2,962
세전이익	억원	1,138	440	524	746	1,454	2,578
순이익(지배주주)	억원	735	185	278	471	1,102	1,954
영업이익률%	%	4.8	2.4	2.1	2.0	2.7	4.0
EBITDA%	%	7.0	4.7	4.1	3.8	3.9	4.9
순이익률	%	2.5	0.6	0.8	1.2	2.2	3.2
EPS	원	1,837	462	696	1,177	2,755	4,885
PER	배	49.8	167.3	69.2	66.5	28.4	16.0
PBR	배	5.0	4.2	2.9	4.5	3.9	3.1
EV/EBITDA	배	20.1	24.0	15.2	23.4	17.4	11.0
ROE	%	10.4	2.5	4.0	6.9	14.7	21.6
순차입금	억원	4,114	5,318	4,044	3,735	3,197	1,627
부채비율	%	161.3	192.6	208.5	222.0	219.2	190.3

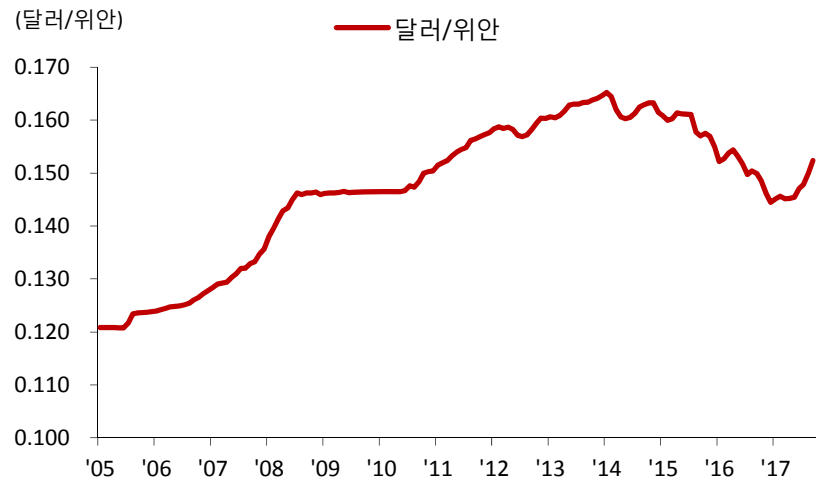
주요 아시아 국가 출국자 증가율 추이

: 2015 년과 2016 년 중국의 출국자 증가율은 9.7%와 5.7%로 2014 년까지의 18% 수준에서 급감



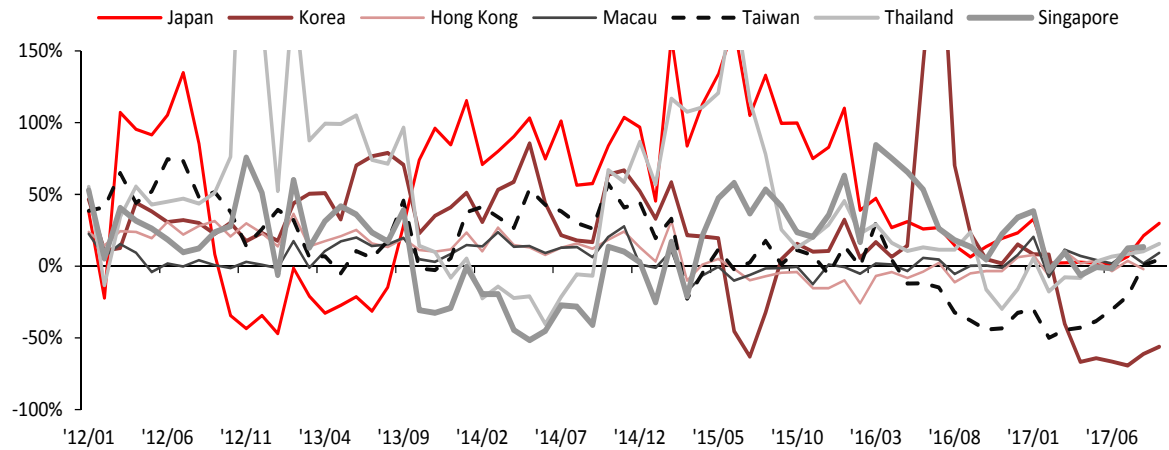
자료: 한국은행

달러/위안 추이



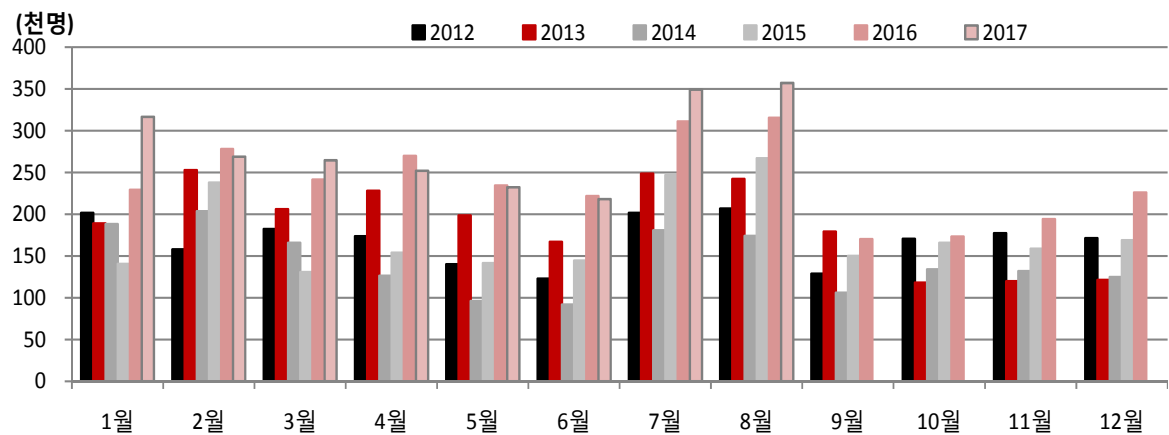
자료: Bloomberg

주요 아시아 국가 중국인 입국자 증가율 추이



자료: 각 국, SK 증권

싱가폴 월별 중국인 관광객 수 추이



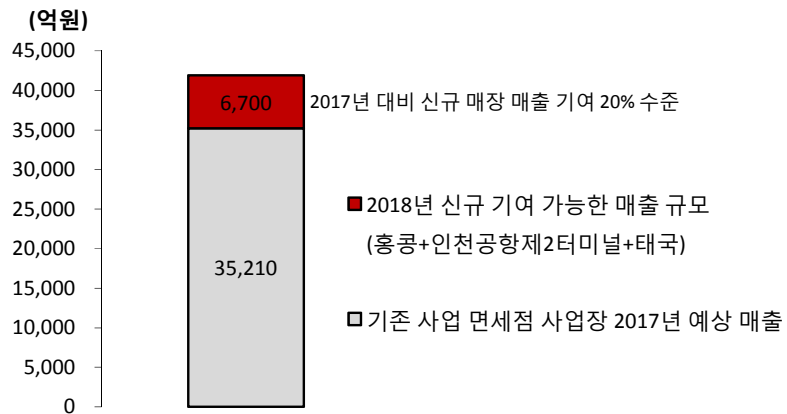
자료: 싱가포르 관광청

호텔신라 면세점 사업장 현황

	지분율	오픈시기	전년도 매출 혹은 초년도 매출 예상	비고
해외 면세점				
싱가폴 (향수/화장품 독점)	100%	2013년	5,000억원 (2016년 매출)	계약기간 2019년까지 큰 문제가 없으면 한 번 정도 연장(2026년까지 연장 예상)
홍콩 (향수/화장품 독점, 일부 약세사리)	100%	2018년	3,400억원 (초기 1년 예상 매출)	계약기간 7년 + 1년, 7년간 매출 3조원 예상
태국 푸켓	40%	2017년	900억원 (초기 1년 예상 매출)	시내면세점
일본 시내	20%	2016년	1,600억원 (초기 1년 예상 매출)	시내면세점
국내 면세점				
시내면세점	사업부		2조원 (2016년 매출: 서울/제주/인터넷 매출 포함)	
인천공항 면세점				
T1	사업부	2008년	7,500억원 (2016년 매출)	
T2(향수/화장품)	사업부	2018년	2,400억원 (초기 1년간 예상 매출)	
HDC(지분법 평가 대상 법인)	50%	2015년	7,200억원 (2017년 예상)	

자료: 호텔신라 SK 증권 정리

호텔신라 2018년 면세점 매출이 성장할 수 밖에 없는 이유



자료: 호텔신라, SK 증권

호텔신라 실적 전망 추이

	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17E	2013년	2014년	2015년	2016년	2017년E	2018년E	2019년E	2020년E
매출	8,687	9,367	9,377	9,346	10,211	8,997	10,672	9,617	22,970	28,795	31,805	36,777	39,497	50,870	60,589	71,161
면세유통	8,031	8,577	8,293	8,356	9,252	7,900	9,492	8,566	20,795	26,041	29,181	33,257	35,210	46,438	55,721	65,599
시내	4,870	5,382	5,183	5,248	6,025	4,819	6,178	5,286	11,520	15,127	16,043	20,683	22,308	27,914	32,324	36,661
공항(해외포함)	3,161	3,195	3,110	3,108	3,227	3,081	3,314	3,280	9,275	10,913	13,138	12,574	12,902	18,524	23,397	28,938
호텔레저	656	790	894	825	706	860	949	883	1,649	2,444	2,624	3,165	3,398	3,525	3,943	4,619
서울	303	384	366	383	301	373	369	414	736	1,424	1,376	1,436	1,457	1,573	1,699	1,835
제주	147	190	251	178	161	199	235	187	737	739	713	766	782	821	862	905
기타	206	216	277	264	244	288	345	282	176	281	535	963	1,159	1,131	1,382	1,879
생활레저	202	175	190	165	253	237	231	168	548	607	712	732	889	907	925	944
영업이익	193	187	253	156	100	173	303	201	867	1,395	771	789	777	1,352	2,428	3,487
면세유통	278	154	185	173	169	82	235	231	981	1,502	910	790	717	1,187	2,255	3,305
호텔레저	-85	33	68	-17	-69	91	68	-30	-237	-205	-270	-1	60	165	174	182
2016년부터 생활레저 포함																
생활레저	0	0	0	0	0	0	0	0	122.74	105	131	0	0	0	0	0
영업이익률	2.2%	2.0%	2.7%	1.7%	1.0%	1.9%	2.8%	2.1%	3.8%	4.8%	2.4%	2.1%	2.0%	2.7%	4.0%	4.9%
면세유통	3.5%	1.8%	2.2%	2.1%	1.8%	1.0%	2.5%	2.7%	4.7%	5.8%	3.1%	2.4%	2.0%	2.6%	4.0%	5.0%
호텔레저	-13.0%	4.2%	7.6%	-2.1%	-9.8%	10.6%	7.2%	-3.4%	-14.4%	-8.4%	-10.3%	0.0%	1.8%	4.7%	4.4%	3.9%
세전이익	195	90	181	56	53	71	205	221	161	1,143	439	522	550	1,454	2,578	3,706
세전이익률	2.2%	1.0%	1.9%	0.6%	0.5%	0.8%	1.9%	2.3%	0.7%	4.0%	1.4%	1.4%	1.4%	2.9%	4.3%	5.2%
당기순이익	126	28	108	16	57	30	126	168	109	740	184	278	380	1,102	1,954	2,809
지배주주순이익	126	28	108	16	57	30	126	168	109	740	184	278	380	1,102	1,954	2,809

자료: 호텔신라, SK 증권

호텔신라 목표주가 산정

	2013년	2014년	2015년	2016년	2017년E	2018년E	2019년E	2020년E
지배주주순이익(억원)	109	740	184	278	380	1,102	1,954	2,809
Target P/E Multiple(X)					30	40	35	30
적정 시가총액(억원)					11,404	44,088	68,391	84,275
우선주 시가총액(억원)						438		
보통주 적정 시가총액(억원)						43,650		
보통주 주식수(천주)						39,248		
보통주 적정주가(원)						111,215		
보통주 목표주가(원)						110,000		
보통주 시가총액(억원)						43,173		

자료: SK 증권

일시	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가대비	최고(최저) 주가대비
2017.11.01	매수	110,000원	6개월		
2016.08.05	담당자 변경				
2016.05.02	매수	100,000원	6개월	-41.18%	-21.70%
2016.01.29	매수	100,000원	6개월	-31.54%	-25.50%
2015.11.16	매수	140,000원	6개월	-42.63%	-32.64%



Compliance Notice

- 작성자(손운경)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.
- 본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.
- 본 보고서는 기관투자가 또는 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.
- 종목별 투자의견은 다음과 같습니다.
- 투자판단 3 단계 (6 개월 기준) 15%이상 → 매수 / -15%~15% → 중립 / -15%미만 → 매도

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2017 년 11 월 1 일 기준)

매수	89.93%	중립	10.07%	매도	0%
----	--------	----	--------	----	----

재무상태표

월 결산(억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
유동자산	10,236	10,791	12,875	16,169	19,510
현금및현금성자산	3,258	3,467	5,337	5,874	7,445
매출채권및기타채권	1,376	1,842	1,895	2,589	3,034
재고자산	4,706	4,713	4,850	6,625	7,766
비유동자산	11,532	9,618	9,515	9,540	9,542
장기금융자산	652	683	750	750	750
유형자산	7,356	7,069	6,735	6,216	5,755
무형자산	300	482	375	265	187
자산총계	21,767	20,410	22,390	25,709	29,052
유동부채	5,828	7,399	8,637	10,840	12,256
단기금융부채	1,598	1,526	2,594	2,594	2,594
매입채무 및 기타채무	2,388	2,560	2,635	3,599	4,218
단기충당부채	32	57	58	70	79
비유동부채	8,499	6,395	6,800	6,814	6,788
장기금융부채	6,984	5,989	6,483	6,483	6,483
장기매입채무 및 기타채무	0	0	0	0	0
장기충당부채	0	0	0	0	0
부채총계	14,328	13,794	15,437	17,654	19,044
지배주주지분	7,439	6,615	6,953	8,055	10,009
자본금	2,000	2,000	2,000	2,000	2,000
자본잉여금	1,966	1,966	1,966	1,966	1,966
기타자본구성요소	-39	-1,045	-1,045	-1,045	-1,045
자기주식	-39	-1,045	-1,045	-1,045	-1,045
이익잉여금	3,554	3,713	4,048	5,150	7,104
비지배주주지분	0	0	0	0	0
자본총계	7,439	6,615	6,953	8,055	10,009
부채외자본총계	21,767	20,410	22,390	25,709	29,052

현금흐름표

월 결산(억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
영업활동현금흐름	1,155	1,095	1,871	703	1,712
당기순이익(손실)	185	278	471	1,102	1,954
비현금성항목등	1,413	1,388	1,059	873	1,008
유형자산감가상각비	632	605	573	519	461
무형자산감가상각비	108	140	141	104	73
기타	181	105	-142	-264	-287
운전자본감소(증가)	7	-291	679	-918	-625
매출채권및기타채권의 감소(증가)	-132	-450	-37	-694	-446
재고자산감소(증가)	218	-16	-155	-1,775	-1,141
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	34	33	134	964	620
기타	-114	142	738	586	342
법인세납부	-449	-280	-338	-353	-625
투자활동현금흐름	-1,999	1,507	-1,220	131	155
금융자산감소(증가)	-552	1,828	-983	0	0
유형자산감소(증가)	-1,061	-666	-296	0	0
무형자산감소(증가)	7	7	6	6	6
기타	-394	338	54	125	149
재무활동현금흐름	2,225	-2,363	1,209	-297	-297
단기금융부채증가(감소)	123	-983	-883	0	0
장기금융부채증가(감소)	2,491	0	2,491	0	0
자본의증가(감소)	0	-1,005	0	0	0
배당금의 지급	-138	-138	-133	0	0
기타	-250	-236	-266	-297	-297
현금의 증가(감소)	1,391	208	1,871	537	1,570
기초현금	1,867	3,258	3,467	5,337	5,874
기말현금	3,258	3,467	5,337	5,874	7,445
FCF	-591	2,282	823	833	1,853

자료 : 호텔신라, SK증권 추정

포괄손익계산서

월 결산(억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	32,517	37,153	39,498	50,870	60,589
매출원가	0	0	0	0	0
매출총이익	32,517	37,153	39,498	50,870	60,589
매출총이익률 (%)	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
판매비와관리비	31,745	36,363	38,721	49,518	58,160
영업이익	772	790	777	1,352	2,428
영업이익률 (%)	24	2.1	2.0	2.7	4.0
비영업손익	-332	-265	-31	102	149
순금융비용	185	177	172	172	147
외환관련손익	-71	4	12	12	12
관계기업투자등 관련손익	-54	-111	-16	-2	-2
세전계속사업이익	440	524	746	1,454	2,578
세전계속사업이익률 (%)	14	1.4	1.9	2.9	4.3
계속사업법인세	255	246	275	352	624
계속사업이익	185	278	471	1,102	1,954
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	185	278	471	1,102	1,954
순이익률 (%)	06	08	12	22	32
지배주주	185	278	471	1,102	1,954
지배주주귀속 순이익률(%)	0.57	0.75	1.19	2.17	3.23
비지배주주	0	0	0	0	0
총포괄이익	278	319	470	1,102	1,954
지배주주	278	319	470	1,102	1,954
비지배주주	0	0	0	0	0
EBITDA	1,512	1,535	1,491	1,975	2,962

주요투자지표

월 결산(억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
성장성 (%)					
매출액	118	14.3	6.3	28.8	19.1
영업이익	-44.5	2.4	-1.6	74.1	79.6
세전계속사업이익	-61.3	19.2	42.3	95.0	77.3
EBITDA	-25.5	1.5	-2.8	32.4	50.0
EPS(계속사업)	-74.9	50.6	69.1	134.2	77.3
수익성 (%)					
ROE	2.5	4.0	6.9	14.7	21.6
ROA	0.9	1.3	2.2	4.6	7.1
EBITDA마진	4.7	4.1	3.8	3.9	4.9
안정성 (%)					
유동비율	175.6	145.8	149.1	149.2	159.2
부채비율	192.6	208.5	222.0	219.2	190.3
순차입금/자기자본	71.5	61.1	53.7	39.7	16.3
EBITDA/이자비용(배)	5.0	4.7	5.5	6.7	10.0
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	462	696	1,177	2,755	4,885
BPS	18,599	16,539	17,382	20,137	25,022
CFPS	2,312	2,558	2,963	4,312	6,219
주당 현금배당금	350	350	0	0	0
Valuation지표 (배)					
PER(최고)	298.7	112.8	66.5	28.4	16.0
PER(최저)	167.3	68.0	36.4	15.5	8.8
PBR(최고)	7.4	4.8	4.5	3.9	3.1
PBR(최저)	4.2	2.9	2.5	2.1	1.7
PCR	33.4	18.8	26.4	18.2	12.6
EV/EBITDA(최고)	39.9	23.0	23.4	17.4	11.0
EV/EBITDA(최저)	24.0	15.0	14.0	10.2	6.3