

호텔신라 (008770)

2017. 11. 16

호텔·레저/미드스몰캡

Analyst 조경진

(2122-9209) kjcho@hi-ib.com

다시 한 번 황금알을 기대하며

■ 투자 의견 BUY, 목표주가 100,000원으로 신규 커버리지 개시

■ 정부규제 불확실성 완화 속 Big3의 시장점유율 확보 경쟁

면세 사업자 선정 완료에 따른 사업자간 경쟁 완화와 외래 관광객 회복으로 영업 환경이 점차 정상화 될 것으로 예상된다. 이에 따라 사업 경쟁력이 높고, 임차료와 지급수수료와 같은 높은 판관비를 부담할 수 있는 자금력을 가진 대형면세 사업자가 시장 점유율을 높여 갈 것으로 전망한다.

- 중국인 관광객 감소에도 매출 성장 견인한 타이공(代工)
- 다시 부활하는 면세점 누가 살아남을 것인가
- Big 1, 신라면세점: 글로벌 면세사업자로서 입지강화
- Big 2, 롯데면세점: 부동산의 시장점유율 1위
- Big 3, 신세계DF: 면세업계의 신흥강자
- 빠르게 성장중인 온라인면세점
- 송객 수수료 하향 안정화, 하락폭은 제한적
- 인천공항 제1터미널 임대료 감소로 비용 절감은 가능할 전망

■ 2018년 인바운드 회복과 아웃바운드 증가에 따른 수혜 예상

2018년은 인바운드와 아웃바운드 수혜가 동시에 일어날 수 있는 한 해가 될 것으로 전망한다. 1) 인천공항 제2여객터미널 오픈, 2) 2018년 평창 올림픽 등의 이벤트가 예정되어 있고, 특히 2017년 감소했던 면세 산업의 주요 소비자인 중국인 관광객 회복을 기대함에 따라 면세점/관광/카지노 업체들의 실적 개선이 예상된다.

Buy (Initiate)

목표주가	100,000원
종가(2017/11/14)	81,600원

Stock Indicator

자본금	200십억원
발행주식수	4,000만주
시가총액	3,245십억원
외국인지분율	20.7%
배당금(2016)	350원
EPS(2017E)	752원
BPS(2017E)	17,373원
ROE(2017E)	4.4%
52주 주가	42,800~83,100원
60일평균거래량	487,868주
60일평균거래대금	33.1십억원

Price Trend



투자의견 및 Valuation

호텔신라에 대해 투자의견 BUY와 목표주가 100,000원을 제시하며 커버리지를 개시한다. 2019년 EPS 3,583원에 Target PER 30배(Peak Cycle 대비 파이공 비중 증가와 중국인 감소 영향으로 30% 할인)를 적용하여 목표주가를 산출했다. 외부변수가 존재하지 않는다면 2018년 중국인 관광객 회복, 신규 사업자의 면세점 정상영업 개시 등의 과정을 거치면서 2019년부터 면세 사업자들의 영업환경이 안정화될 것으로 판단해 2019년 EPS를 적용했다.

2017년 중국인 관광객 감소에 따른 영업환경 악화 속에서 상위 사업자로서 브랜드력을 입증했고, 중국인 회복에 따른 실적 개선 기대감은 이미 주가에 반영됐다. 그러나 중장기점 관점에서 1) 면세 사업자간의 경쟁 완화로 산업 자체에 대한 불확실성 해소, 2) 파이공(代工)과 중국인 관광객 회복에 따른 국내 면세사업 실적 개선, 3) 해외 면세점의 실적 가시화, 4) 호텔&레저 사업부의 감가상각 부담 완화, 5) 인/아웃바운드의 증가가 예상된다. 이에 따라 2018년 이후 사업부별 실적 개선이 뚜렷해 질 것으로 판단한다.

다만, 면세사업은 정부 정책의 리스크가 늘 존재하는 산업이다. 1) 파이공의 구매력 지속 여부, 2) 중국인 관광객 회복속도, 3) 임대료 협상에 따라 실적의 변동성이 클 것으로 예상해 중·장기적 관점의 투자가 유효할 것으로 판단한다. 단기적으로는 인천공항 면세점의 임차료 감소 여부와 제주공항 면세점 입찰여부(12월 중순)가 주가의 변동성을 주는 요인으로 작용할 것으로 예상된다.

최근 한중 관계 회복에 대한 기대감이 대두되면서 주가가 단기간 빠르게 상승했으나, 중장기적 측면에서 불확실성 해소와 전 사업부의 영업 환경 정상화로 실적개선('18-'19년 EPS 연평균 38.7% 성장 전망)에 따른 주가 상승여력이 충분하다고 판단하여 조정 시 '매수' 의견을 제시한다.

〈표1〉 호텔신라 연결기준 실적추이 및 전망

	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17E	2017E	2018E	2019E
매출액	888.9	954.1	937.7	934.6	1,021.1	899.7	1,067.2	1,013.7	4,001.7	5,009.7	6,147.2
growth %	7.3	13.0	28.3	10.3	14.9	-5.7	13.8	8.5	7.7	25.2	22.7
면세점	803.1	857.7	829.3	835.6	925.2	790.0	949.2	922.6	3,587.0	4,514.5	5,567.3
growth %	6.2	11.9	29.2	9.0	15.2	-7.9	14.5	10.4	7.9	25.9	23.3
sales %	90.3	89.9	88.4	89.4	90.6	87.8	88.9	91.0	89.6	90.1	90.6
호텔&레저	85.8	96.4	108.4	99.0	95.9	109.7	118.0	91.1	414.7	495.2	579.8
growth %	13.2	23.4	21.5	9.4	11.8	13.8	8.9	-8.0	6.4	19.4	17.1
sales %	9.7	10.1	11.6	10.6	9.4	12.2	11.1	9.0	10.4	9.9	9.4
영업이익	19.3	18.7	25.3	15.6	10.0	17.3	30.3	21.5	79.1	175.2	263.9
growth %	-42.6	-36.4	803.6	38.0	-48.2	-7.5	19.8	37.7	0.2	121.6	50.6
margin %	2.2	2.0	2.7	1.7	1.0	1.9	2.8	2.1	2.0	3.5	4.3
면세점	27.8	15.4	18.5	17.3	16.9	8.2	23.5	23.4	72.0	162.8	226.1
growth %	-35.4	-51.4	927.8	17.6	-39.2	-46.8	27.0	35.2	-8.9	126.1	38.9
margin %	3.5	1.8	2.2	2.1	1.8	1.0	2.5	2.5	2.0	3.6	4.1
호텔&레저	-8.5	3.3	6.8	-1.7	-6.9	9.1	6.8	-1.9	7.1	12.5	37.9
growth %	-9.6	-243.5	580.0	-46.9	-18.8	175.8	0.0	13.1	흑전	76.3	203.4
sales %	-9.9	3.4	6.3	-1.7	-7.2	8.3	5.8	-2.1	1.7	2.5	6.5
순이익	126.2	28.3	107.9	15.9	27.0	29.7	125.1	113.2	295.0	1,014.3	1,406.4
growth %	-18.8	-81.4	-209.4	-165.5	-78.6	5.1	15.9	613.3	6.0	243.8	38.7
margin %	14.2	3.0	11.5	1.7	2.6	3.3	11.7	11.2	7.4	20.2	22.9

자료: 호텔신라, 하이투자증권

〈표2〉 호텔신라 별도기준 실적추이 및 전망

	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17E	2017E	2018E	2019E
매출액	752.0	821.3	795.4	786.5	867.3	749.7	903.4	869.3	3,389.7	4,267.3	5,274.7
growth %	3.7	11.8	31.5	9.6	15.3	-8.7	13.6	10.5	7.4	25.9	23.6
면세유통	675.2	736.4	702.2	703.4	787.6	658.9	805.9	780.0	3,032.4	3,863.5	4,805.2
growth %	3.1	11.2	34.6	10.5	16.6	-10.5	14.8	10.9	7.6	27.4	24.4
sales %	89.8	89.7	88.3	89.4	90.8	87.9	89.2	89.7	89.5	90.5	91.1
시내	487.0	538.2	518.3	524.8	602.5	481.9	617.8	598.4	2,300.6	2,927.5	3,624.7
growth %	23.5	29.1	58.5	12.6	23.7	-10.5	19.2	14.0	11.2	27.3	23.8
sales %	64.8	65.5	65.2	66.7	69.5	64.3	68.4	68.8	67.9	68.6	68.7
공항	188.2	198.2	183.9	178.6	185.1	177.0	188.1	181.7	731.9	936.0	1,180.6
growth %	-27.8	-19.2	-5.5	4.9	-1.6	-10.7	2.3	1.7	-2.3	27.9	26.1
sales %	25.0	24.1	23.1	22.7	21.3	23.6	20.8	20.9	21.6	21.9	22.4
호텔&레저	76.8	84.9	93.2	83.1	79.7	90.8	97.5	89.2	357.2	403.8	469.5
growth %	9.1	14.0	12.0	2.9	3.8	6.9	4.6	7.4	5.7	13.0	16.3
sales %	10.2	10.3	11.7	10.6	9.2	12.1	10.8	10.3	10.5	9.5	8.9
호텔사업	56.6	67.4	74.2	66.6	54.4	67.1	74.4	68.8	264.7	286.3	318.5
growth %	9.7	16.6	7.1	0.4	-3.9	-0.4	0.3	3.3	0.0	8.2	11.2
sales %	7.5	8.2	9.3	8.5	6.3	9.0	8.2	7.9	7.8	6.7	6.0
서울	30.2	38.4	36.6	38.3	30.1	37.3	36.9	38.4	142.7	152.3	174.8
growth %	5.2	7.3	8.0	-2.3	-0.3	-2.9	0.8	0.2	-0.6	6.7	14.7
sales %	4.0	4.7	4.6	4.9	3.5	5.0	4.1	4.4	4.2	3.6	3.3
제주	14.7	19.0	25.1	17.8	16.1	19.9	23.5	18.0	77.5	83.4	86.8
growth %	2.1	18.8	5.5	4.1	9.5	4.7	-6.4	1.3	1.2	7.5	4.2
sales %	2.0	2.3	3.2	2.3	1.9	2.7	2.6	2.1	2.3	2.0	1.6
기타	11.7	10.0	12.5	10.5	8.2	9.9	14.0	12.4	44.5	50.7	56.9
growth %	37.6	66.7	7.8	4.4	-29.9	-1.0	12.0	18.0	-0.5	13.9	12.3
sales %	1.6	1.2	1.6	1.3	0.9	1.3	1.5	1.4	1.3	1.2	1.1
생활레저	20.2	17.5	19.0	16.5	25.3	23.7	23.1	20.5	92.6	117.5	151.0
growth %	7.4	4.8	36.7	14.6	25.2	35.4	21.6	24.0	26.4	27.0	28.5
sales %	2.7	2.1	2.4	2.1	2.9	3.2	2.6	2.4	2.7	2.8	2.9
영업이익	27.2	30.4	33.8	21.7	13.9	24.5	35.5	26.8	100.7	179.2	255.6
growth %	-45.3	-29.5	97.7	-8.4	-48.9	-19.4	5.0	23.5	-11.0	78.0	42.6
margin %	3.6	3.7	4.2	2.8	1.6	3.3	3.9	3.1	3.0	4.2	4.8
면세유통	35.0	27.7	27.9	25.2	21.4	17.3	31.0	25.7	95.4	161.2	215.3
growth %	-39.7	-39.0	75.5	-7.0	-38.9	-37.5	11.1	2.1	-17.6	68.9	33.5
margin %	5.2	3.8	4.0	3.6	2.7	2.6	3.8	3.3	3.1	4.2	4.5
호텔&레저	-7.8	2.7	5.9	-3.5	-7.5	7.2	4.5	-2.9	1.3	8.9	15.1
growth %	-6.0	-217.4	4,816.7	0.0	-3.8	166.7	-23.7	-15.9	-146.5	607.6	70.2
sales %	-10.2	3.2	6.3	-4.2	-9.4	7.9	4.6	-3.3	0.4	2.2	3.2

자료: 호텔신라, 하이투자증권

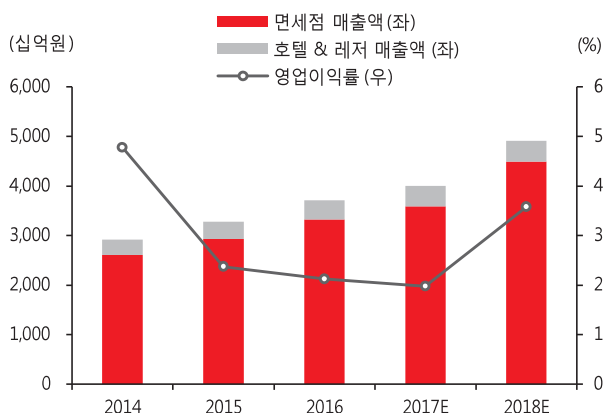
기업개요

호텔신라는 국내 시장점유율 2위의 면세사업자이자 특1급 호텔 운영 사업자이다. 2017년 3분기 누적 기준 매출 비중은 면세사업 89.2%, 호텔&레저 사업부가 10.8%영업이익은 각각 84.4%, 호텔&레저 15.6%의 비중을 차지하고 있다. 주요 주주는 17년 9월 30일 보통주 기준 관계사 17.2%, 외국인 17.1%, 국민연금 13.5%, 자사주 5.4%, 기타가 46.8%의 비중을 차지하고 있다.

동사는 1986년 시내 면세점, 2008년 3월 인천공항 면세점을 시작으로 시내 및 공항, 인터넷 면세 사업을 영위하고 있다, 신라면세점은 국내 시장점유율 27.7%를 차지하는 국내 면세점 2위의 사업자로 3대 명품으로 불리는 루이비통, 에르메스, 샤넬 외 다수의 글로벌 브랜드 및 국내 브랜드가 입점해 있다. 해외 면세점은 2013년(2012년 9월) 싱가포르 창이 공항에 첫 해외 매장 오픈을 시작으로 마카오, 태국, 일본 등에 공항 및 시내 면세점을 운영하며 글로벌 면세사업자로서 영역을 확대하고 있다.

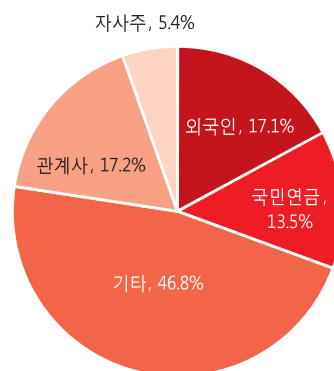
호텔 부문은 1979년 서울 신라호텔을 개관하면서 호텔사업을 전개하기 시작했다. 서울과 제주 지역에 자가 소유의 호텔을 운영하고 있으며 각각 463개, 429개의 객실을 보유하고 있다. 이 외 비즈니스 호텔인 '신라스테이'는 2013년 10월 신라스테이 동탄점을 시작으로 2017년 10월 기준 11개 지점을 임차 운영, 중국(소주)진지레이크 호텔과 삼성거제호텔을 위탁 운영하고 있다. 확장 중에 있는 레저 사업은 기업 출장 스케줄을 특정 여행사에 위탁하는 계약서비스인 BTM(business Travel Management) 사업과 피트니스 클럽 반트(VANTT)를 운영하고 있다.

〈그림1〉 호텔신라 매출액 및 영업이익률 추이



자료: 호텔신라, 하이투자증권

〈그림2〉 2017년 9월 30일 기준 호텔신라 주주구성



자료: 호텔신라, 하이투자증권

Big3의 점유율 상승이 기대되는 면세 산업

국내 면세점은 크게 시내면세점, 공항(출국장)면세점, 인터넷면세점으로 구분된다. 시내 면세점은 2017년 9월 기준 총 13개가 운영되고 있으며, 기존 면세점 9개(대기업 8개, 중소기업 1개)와 신규 면세점 4개(대기업 3개, 중소기업 1개)로 대기업 면세점이 차지하는 비중이 84.2%(2016년 기준)이다. 공항면세점은 신라, 롯데, 신세계 대기업 3사와 중소중견 기업인 SM, 시티플러스, 삼익약기, 엔타스듀티프리 등이 면세 사업을 운영하고 있다.

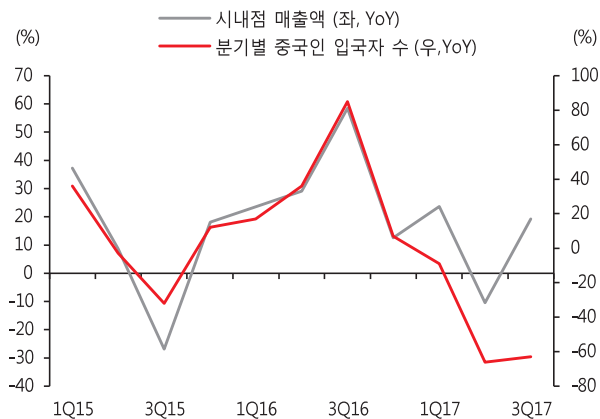
〈표3〉 주요 면세 사업자의 시장점유율 변화

구분	2013년	2014년	2015년	2016년	2017.07
롯데	52.3%	50.8%	51.5%	48.7%	42.4%
신라	30.6%	30.5%	28.2%	27.7%	24.0%
신세계	2.3%	3.1%	3.8%	7.8%	12.2%
합계	85.2%	84.4%	83.5%	84.2%	78.6%

자료: 업계자료, 하이투자증권

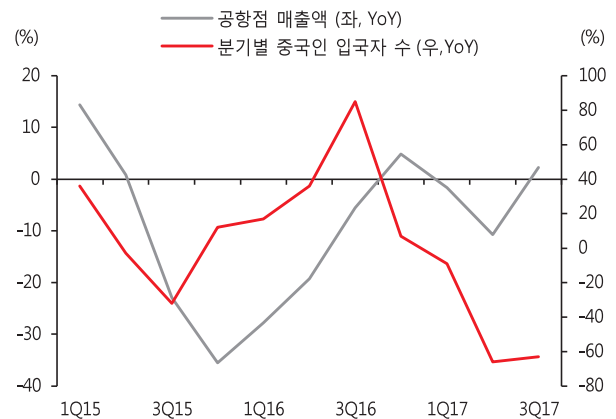
국내 면세점의 주요 고객은 내국인 출국자와 중국인 관광객이다. 외래객 방문객의 40%가 중국인이며 시내 면세점과 공항 면세점의 중국인 매출 비중은 각각 약 70%, 30%로 중국인 관광객의 기여도가 크다. 과거와 비교해 내국인보다 외국인 이용객의 매출금액이 높아지고 있는 이유도 파이공 및 중국인의 객단가 상승 영향 때문인 것으로 판단한다.

〈그림3〉 시내면세점 매출액과 중국인 입국자 수 증감률



자료: 호텔신라, 하이투자증권

〈그림4〉 공항면세점 매출액과 중국인 입국자 수 증감률



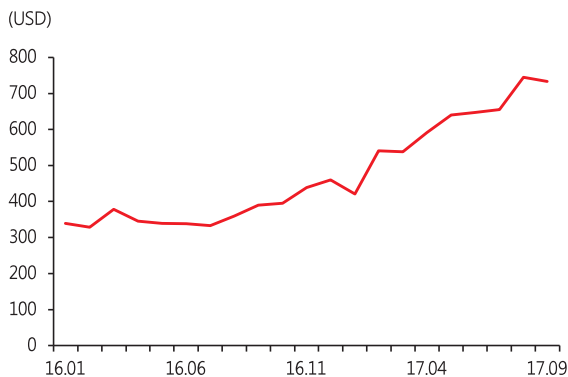
자료: 호텔신라, 하이투자증권

중국인 관광객 감소에도 매출 성장 견인한 파이공

호텔신라는 면세사업부의 주요 고객인 중국인 관광객 감소(17년 9월 누적 49.6% 감소)에도 불구하고 파이공의 객단가 상승과 알선수수료 감소로 3Q17에는 시장 기대치를 상회하는 실적을 기록했다. 이는 동사가 높은 브랜드력을 갖추고 있기 때문에 파이공이 중국인의 높은 국내 및 해외 브랜드 수요를 대체 할 수 있었던 것으로 보인다. 파이공에 대해 좀 더 살펴보면

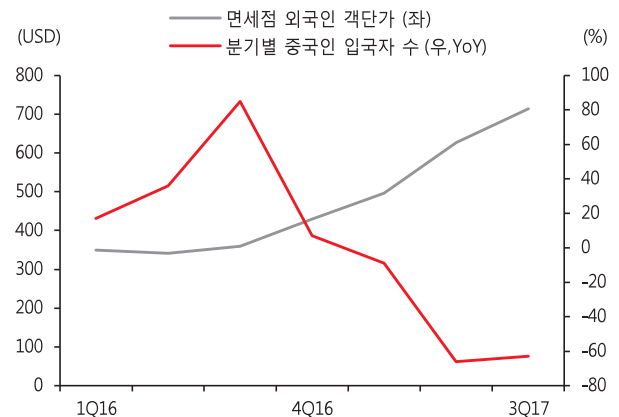
파이공(代工)이란 한국과 중국을 오가며 면세품·농산물을 소규모로 밀거래하는 보따리상을 일컫는다. 특정 유통채널(면세점)에서 저렴하게 물건을 구입한 뒤 재판매 하면서 마진을 남기는 구조이다. 면세점 채널을 이용하는 파이공의 경우 구입한 제품을 위챗, 웨이보 등 SNS를 통해 판매하고 있으며, 주요 판매하는 제품은 화장품, 명품 주얼리, 시계 등이다. 파이공의 객단가 상승으로 2017년 3분기까지 평균 612\$로 외국인의 인당 면세매출은 2016년 370\$ 대비 두 배 가까이 증가했다. 그러나 높은 할인율 적용과 여행사에 대한 수수료 지급으로 수익성에는 부정적인 영향을 미치고 있는 상황이다.

〈그림5〉 면세점 외국인 월별 객단가 추이



자료: 한국면세점협회, 하이투자증권

〈그림6〉 중국인 입국자 수 증감률과 외국인 객단가 추이



자료: 한국면세점협회, 한국관광공사, 하이투자증권

〈그림7〉 인천공항면세점의 파이공 물량을 설명해주는 사진



자료: 하이투자증권

〈표4〉 파이공과 보따리상의 정의 구분

파이공(代工)

물건을 대리로 전달하는 사람이라는 뜻으로 여객선을 통해 한국과 중국을 왕래하면서 국내의 면세점과 중국 면세점, 여객선 면세점 등에서 양주, 담배, 전자제품, 농산물 등을 면세나 저가로 구입한 뒤 중간상을 통해 상대 국가의 시장에 마진을 붙여 차익을 남기는 보따리상을 통틀어 말함

보따리상

관세청의 보따리상 분류기준은 '여행자정보 사전확인제도 운영에 관한 시행세칙 제4-2조에 따라,

- 1) 최근 3개월간 유치 및 면세 횟수가 10회 이상인 자
- 2) 최근 30일 이내 유치 또는 면세횟수가 3회 인자로 규정

자료: 하이투자증권

구매대행을 하는 절차는 다음과 같다. 인터넷을 통해 선주문을 받고, 구매자(파이공)를 모집해 제품을 한국 면세점, 백화점등에서 할인, 프로모션 등을 통해 제품을 저렴하게 구매한 뒤 제품을 중국으로 배송하는 구조이다. 이들에게 면세점이 적용하는 할인율은 품목에 따라 약 5~15% 가 적용됐다. 그러나 중국인 관광객 감소로 할인율이 30%대까지 상승하며 수익성이 감소하는 원인이 됐다. 업계 관계자에 따르면 신규 면세점에서 파이공이 차지하는 비중은 60~70%대까지 올랐고, 기존 면세점에서도 30~40%의 비중을 차지하는 것으로 전했다.

그러나 이들은 면세 사업자들의 매출 성장을 견인하는 주요한 소비층으로 통상 100~200명을 대체하는 구매력을 가진 것으로 파악되고 있어 영업 환경이 정상화 되더라도 규제가 어려운 상황이다. 장기적으로 면세점의 수익성 개선을 위해서는 수요층의 다변화를 위한 노력이 필요한 것으로 보인다.

다시 부활하는 면세점 누가 살아남을 것인가

신라와 롯데가 양분하던 국내 면세시장은 2015년 기존 사업자 탈락과 신규사업자 선정 과정을 거치며 다수의 신규사업자 진입으로 2016년 면세 사업자간 경쟁이 심화 되었다. 사업자 선정 당시 황금알을 낳는 거위알이라는 수식어를 달았던 면세 사업자들은 사드 영향을 직접적으로 받으며 영업환경이 악화됐다.

이에 따라 한화갤러리아는 제주국제 공항 면세점 특허권을 반납했고, 지난해 12월 대기업 계열인 현대백화점면세점(코엑스)과 신세계면세점(강남센트럴시티), 중소중견업체인 탑시티(신촌민자역사) 3개 업체는 17년 말 예정되었던 개장일 연기를 요청했다. 관련 법규에 따르면, 신규 특허를 따낸 면세점은 관세청의 사전승인 통보일로부터 12개월 이내 개장을 해야 하지만, 최소 6개월에서 최대 1년까지 개장일 연기를 허용했다.

기존 중소중견 사업자들의 상황도 마찬가지다. SM면세점은 6개층에서 4개층으로 영업면적 축소, 두타 면세점도 9개층에서 6개층으로 영업면적을 축소하고 영업시간을 단축했다. 면세 사업자들이 어려움을 겪으면서 <표2>에서 면세사업자 선정 방식의 변화 과정에서 볼 수 있듯이 사업 경쟁력이 높고, 임차료와 지급수수료와 같은 높은 판관비를 부담할 수 있는 자금력을 가진 대형면세 사업자인 신라, 롯데, 신세계 위주로 시장이 재편될 것으로 전망한다.

〈표5〉 주요 면세사업자 특허 현황

	구분	면세점	지역	점포명					지역	점포명
시내점		롯데면세점	서울	소공점	공항점	T1 및 기존 사업자		롯데면세점	인천	인천공항점
		롯데면세점	서울	코엑스점				신라면세점	인천	인천공항점
	신규	롯데면세점	서울	월드타워점				신세계면세점	인천	인천공항점
		신라면세점	서울	인사동점				SM면세점	인천	인천공항점
		신세계면세점	서울	명동점				엔타스면세점	인천	인천공항점
	신규	신세계면세점	서울	강남점				시티면세점	인천	인천공항점
		동화면세점	서울	광화문점				탐시티면세점	인천	인천2항점
		한화갤러리아면세점	서울	갤러리아면세점63점				삼익면세점	인천	인천공항점
		신라아이파크면세점	서울	용산점			특허권 반납	갤러리아면세점	제주	제주공항점
	신규	두타면세점	서울	동대문점						
	신규	현대백화점 면세점	서울	무역센터점						
	신규	SM면세점	서울	인사동점				신라면세점		DF1
	신규	탐시티면세점	서울	신촌점				롯데면세점		DF2
								신세계		DF3
								에스엠면세점		DF4
								엔타스튜디오프리		DF5
								시티플러스		DF6
제주		롯데면세점	제주	제주점						
		신라면세점	제주	제주점						
		제주관광공사면세점	제주	시내점(국제선)						
부산		부산롯데호텔	부산	부산롯데호텔점						
		신세계조선호텔	부산	센텀시티점						
	신규	부산면세점	부산	용두산공원점						
강원	신규	알펜시아	강원	강원점						

* 제주국제공항 출국장 면세점 신규 사업자 선정이 남아 있음
 - 한국공항공사는 후보군으로 롯데와 신라를 선정함
 - 관세청은 특허신청서 접수기한인 11월 20일 이후 최종 사업자를 선정할 계획
 - 사업장은 국제선 출국장에 위치, 1112.80㎡(면세매장 409.35㎡)의 규모임

자료: 관세청, 업계자료, 하이투자증권

〈표6〉 면세사업자 선정 방식 변화 과정

1978년	정부의 허가제를 통해 롯데면세점과 동화면세점이 운영됨	
	경제 급성장과 해외 관광객 증가에 대비해 면세산업을 확대함 정부의 허가과 등록만 있으면 면세점 오픈이 가능했음 특히 기간 10년 내에 결격사유가 없는 경우 자동 갱신	
1989년	시내면세점 29개, 출국장면세점 4개로 증가	
1997년	IMF로 면세 사업자 급감	
2003년	제주도 지정면세점을 시작으로 면세 사업자 다시 증가	
2008년	신규 사업자 특허 요건 신설, 면세점 허가제로 규제 강화	
2012년 11월	관세법 개정안 처리(현 더불어민주당의 홍종학 의원이 대표 발의한 법)	
2013년 1월	관세법 개정으로 대기업 시내 면세점에 대한 특허기간이 기존 10년에서 5년으로 줄어들 특허 만료 시 관세청의 입찰 심사를 통과하는 방식으로 변경됨	
2015년 7월	HDC신라면세점과 한화갤러리아면세점 신규 면세 사업자로 선정	
	당시 경쟁업체	비고
	롯데 SK네트웍스 한화갤러리아 신세계 HDC신라 현대	동대문 롯데 피트인 동대문 케레스타 63빌딩 명동 본점 용산 아이파크몰 현대백화점 무역센터점
	SM면세점	호텔신라와 현대산업개발 합작법인으로 각각 50% 지분 보유
	=> 관세청이 3개 평가 항목의 점수 조작을 통해 호텔롯데 점수 190점 감점, 한화갤러리아 240점 추가로 부여한 것으로 드러남	
2015년 11월	신세계백화점 명동 본점 신관, 두산 동대문 두타를 내세워 입찰전에 참여	
2016년 4월	추가 입찰 없을 것이라고 했으나 관세청에서 시내면세점 4곳을 추가 입찰 진행함	
2016년 12월	롯데면세점의 월드타워점, 신세계 강남, 현대백화점, 중소기업 면세점 탐시티가 면세점 특허권 획득	

자료: 언론보도, 하이투자증권

Big 1, 신라면세점: 글로벌 면세사업자로서 입지강화

호텔신라는 아시아의 주요 인천, 싱가포르, 마카오, 홍콩 공항에서 면세사업을 운영하며 글로벌 면세사업자로서 입지를 다지고 있다. 싱가포르의 창이 국제공항에서는 기존 3개 터미널에 19개의 매장을 운영하다 제4터미널을 10월말 오픈하며 화장품, 향수 매장을 운영하며 총 23의 매장으로 확대됐다. 국내 브랜드 16개를 포함해 117의 브랜드가 입점해있다. 연말 오픈 예정인 홍콩 첵랍콕 국제공항 면세점은 4월 사업권을 획득해 2024년 9월까지 면세점 운영할 수 있다. 이로써 아시아 3대 국제공항 (싱가포르, 홍콩, 한국)에서 세계 최초로 아시아 3대 국제 공항 면세점을 동시에 운영하는 유일한 면세사업자가 됐다.

인천공항의 제2여객터미널 개장과 홍콩 첵랍콕 공항 면세점, 싱가포르 창이공항 제4터미널 매장 추가 운영과 제주 공항 입찰까지 성공할 경우 호텔신라의 시장점유율 상승과 글로벌 사업자로서 경쟁력은 더욱 강화될 것으로 전망한다.

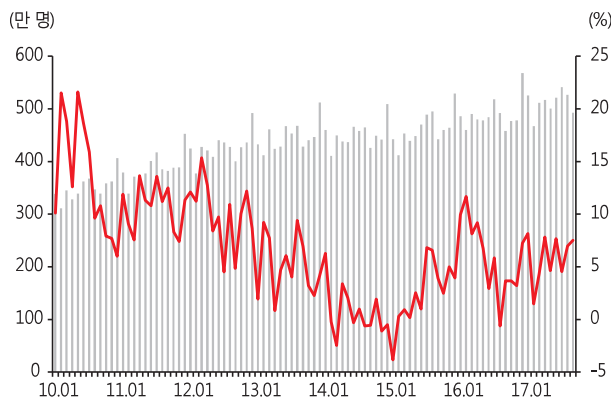
〈표7〉 호텔신라의 해외 면세점 영업 현황

구분	지역	오픈 시기	브랜드 수(개)	규모(평)	지분율
국내 면세점	서울	1986년	370	2200	
	제주	1989년	275	2000	
	인천공항	2008년	390	1000	
	신라아파트(HDC)	2015년 12월	548	3500	50%
해외 면세점	싱가폴 창이공항	2014년 11월	191	1800	100%
	마카오 공항	2016년	87	339	100%
	태국 푸켓 시내	2016년 11월	432	2500	40%
	일본 동경 시내	2017년 4월	184	702	20%
	홍콩	2017년 12월(예정)	117	1000	100%
온라인 면세점	3개 (한국1개, 중국2개) 인터넷 면세점 운영중				

주: 2017년 9월 30일 기준

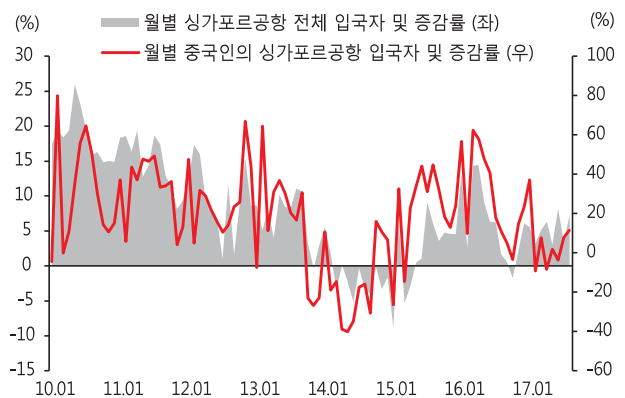
자료: 호텔신라, 하이투자증권

〈그림8〉 월별 싱가포르 창이공항 이용객 수 및 증감률 추이



자료: 창이공항, 하이투자증권

〈그림9〉 창이 공항의 전체 입국자 및 중국인 입국자 수



자료: 창이공항, 하이투자증권

Big 2, 롯데면세점: 부동의 시장점유율 1위 업체

롯데면세점은 2016년 기준 글로벌 면세사업자 중 매출액 3위(듀프리 1위, DFS 2위), 국내 면세점 시장점유율 1위 업체이다. 현재 국내 6개, 해외 5개 국가에서 면세점을 운영하고 있다. 향후 베트남 호치민과 하노이에도 추가 출점을 검토하고 있다.

롯데면세점은 시장점유율 1위 업체인 만큼 중국인 관광객 감소로 인한 2분기 실적 감소 폭도 가장 컸다. 그러나 3분기에 들어서며 롯데면세점은 매출액영업이익 276억원을 기록하며 흑자 전환했다. 시내점은 851억원영업이익, 공항점은 470억원의 영업손실을 기록했다. 전분기 대비 실적이 개선된 점은 긍정적이나 롯데면세점 역시 다이공 매출 비중이 크고, 비용 절감에 따른 실적 개선으로 향후 실적 개선이 지속 되려면 관광객 회복이 우선시 되어 할 것으로 판단한다.

다만, 롯데면세점은 시스템, 인프라, 인력 등 특허보세구역 관리역량이 뛰어나고 면세점 주변 관광 인프라 및 관광객 유치 등에 강점을 가지고 있다. 오너리스크, 인천공항공사와의 제1터미널 임대료 협상, 재무상황 악화 등의 부정적인 변수가 존재하나 여전히 국내 면세점 1위 업체로서 임대료 납부 방식 변경, 중국인 관광객 회복 시 Big3 업체 중 회복 속도와 실적 개선이 가장 뚜렷해 질 것으로 판단한다.

Big 3, 신세계DF: 면세업계의 신흥강자

최근 사세를 확장하고 있는 신세계 그룹의 면세 사업의 시장점유율이 빠르게 증가할 것으로 예측된다. 신세계는 지난 8월부터 펜디 · 까르띠에 · 루이비통 · 디올 등 명품 브랜드를 명동점에 입점시키며 점포 경쟁력을 향상시키고 있다. 11월 30일에는 신세계조선호텔 면세사업부의 물적 분할이 예정되어 있는데, 신세계DF(시내면세점 운영)가 신세계조선호텔의 면세사업부를 인수할 경우 신세계DF의 면세사업의 일원화 및 공격적인 외형 성장이 예상된다.

2년전 과거 2012년 신세계조선호텔이 파라다이스 면세점을 인수해 부산점을 시작으로 면세 사업을 시작했다. 2015년 신세계조선호텔은 부산 면세점에 집중하기 위해 김해공항 면세 사업을 철수한 사례를 보면 그룹사의 면세사업 확장 의지를 알 수 있다. 이 시기에 <표1>에서 확인할 수 있듯이 2015년에서 2016년으로 넘어가면서 신세계의 시장점유율은 4p% 상승했다. 또한 부산지역의 외국인 관광객이 2016년 전년대비 41.9% 증가하며 부산 지역의 중국인 관광객 증가에 따른 부산지역의 면세점 성장도 기대된다.

〈표8〉 호텔롯데, 신세계, 신세계조선호텔, 현대백화점의 연결기준 실적 추이

신세계 (단위: 억원, %)						
구분	2011	2012	2013	2014	2015	2016
매출액	21,855	22,958	24,416	24,923	25,640	29,475
영업이익	2,544	2,498	3,064	2,734	2,621	2,514
EBITDA	4,269	4,564	5,143	4,888	8,126	6,696
당기순이익	35,221	1,937	1,947	1,861	4,332	3,234
영업이익률	12	11	13	11	10	9
EBITDA마진율	20	20	21	20	32	23
순이익률	161	8	8	7	17	11

신세계조선호텔 (단위: 억원, %)						
구분	2011	2012	2013	2014	2015	2016
매출액	1,498	1,932	5,472	4,086	4,916	7,114
영업이익	(12)	63	129	(159)	(384)	(103)
EBITDA	134	729	379	84	(415)	99
당기순이익	(17)	426	54	(378)	(630)	(121)
영업이익률	(1)	3	2	(4)	(8)	(1)
EBITDA마진율				2	(8)	1
순이익률	(1)	22	1	(9)	(13)	(2)

호텔롯데 (단위: 억원, %)						
구분	2011	2012	2013	2014	2015	2016
매출액	29,671	34,816	38,274	47,165	51,319	64,941
호텔사업	3,952	4,315	4,204	4,923	5,520	7,309
면세사업	23,486	28,170	31,640	39,494	43,240	54,550
기타사업	2,233	2,331	2,430	2,748	2,559	3,082
영업이익	2,696	3,027	3,091	4,073	3,232	3,088
EBITDA	4,566	4,261	3,809	4,431	6,264	7,713
당기순이익	1,370	2,570	1,456	1,846	2,977	3,606
영업이익률	9	9	8	9	6	5
EBITDA마진율	15	12	10	9	12	12
순이익률	5	7	4	4	6	6

현대백화점 (단위: 억원, %)						
구분	2011	2012	2013	2014	2015	2016
매출액	14,391	15,200	15,337	15,519	16,570	18,318
영업이익	4,366	4,263	3,932	3,637	3,628	3,832
EBITDA	6,450	5,832	5,668	5,042	5,171	5,866
당기순이익	3,945	3,644	3,376	2,910	2,803	3,211
영업이익률	30	28	26	23	22	21
EBITDA마진율	45	38	37	32	31	32
순이익률	27	24	22	19	17	18

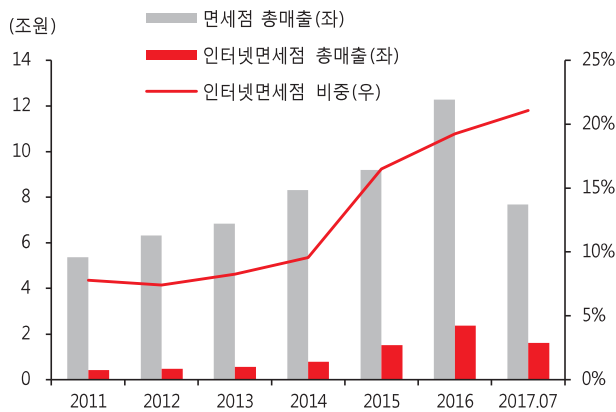
자료: 각 사, 하이투자증권

빠르게 성장중인 온라인면세점

온라인면세점의 매출 비중도 증가하는 추세에 있다. 온라인면세점의 경우 내국인의 인터넷면세점을 통한 구매 일반화 되고있다. 15년까지만 해도 인터넷면세점을 운영 중인 면세사업자는 롯데, 신라, 동화, 위커힐, 신세계, 그랜드, 제주관광공사 7개에 불과했다. 그러나 2016년에 들어서면서 신라아이파크, 갤러리아, 신세계(서울), 두타, 엔타스, SM 면세점 등이 가세하며 본격적인 경쟁이 시작됐다. 업체별로 온라인면세점이 차지하는 매출액 비중은 20% 내외의 수준이지만 국내뿐만 아니라 중국에서도 모바일 구매가 증가하고 있고, 오프라인보다 저렴한 가격에 상품을 구매 할 수 있어 점차 온라인 면세점 시장은 확대될 것으로 보인다.

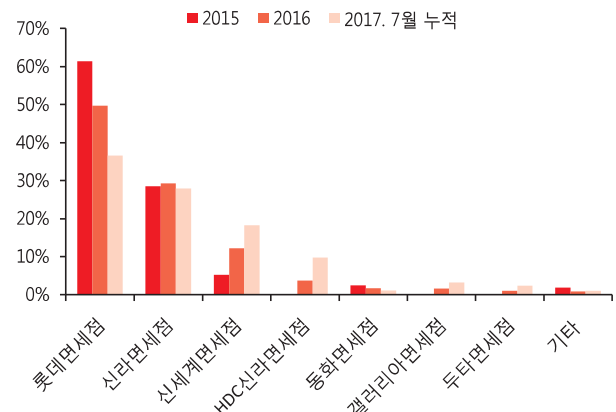
초기 사업자들의 공격적인 프로모션 영향도 작용했겠지만, 신규 사업자들의 온라인 면세점 시장점유율은 빠르게 성장하고 있다. <그림11>에서 보면 신규 면세사업자 진입에 따라 기존 사업자들의 시장점유율이 하락한 것을 확인할 수 있다. 또한 내국인 여행자가 증가함에 따라 이용객 증가가 예상되는 가운데, 온라인면세점의 시장점유율 확보 또한 면세 사업자의 경쟁력이 될 수 있을 것으로 전망한다.

<그림10> 인터넷면세점 총매출액 추이 및 비중



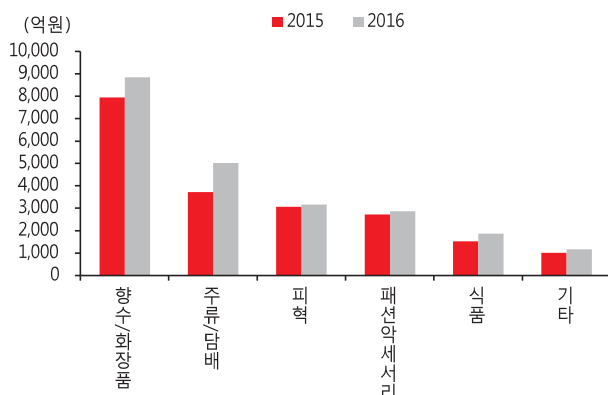
자료: 업계자료, 하이투자증권

<그림11> 국내 인터넷 온라인 면세점 시장점유율 변화(2015~2017년)



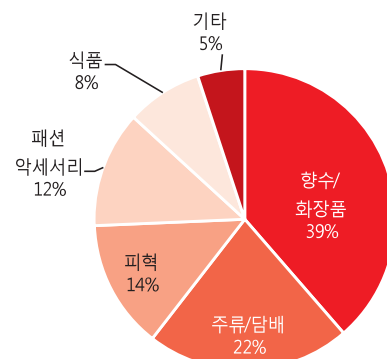
자료: 각사, 하이투자증권

<그림12> 면세점 품목별 매출 현황



자료: 관세청, 하이투자증권

<그림13> 면세점 품목별 매출액 구성비



자료: 관세청, 하이투자증권

송객수수료 하향 안정화, 하락폭은 제한적

면세점에서 비용 규모를 결정하는 가장 큰 요소가 수수료와 임차료이다. 송객수수료는 여행사(가이드)가 모집해 온 관광객과 보따리 상으로부터 발생한 매출액의 일정부분을 수수료 형태로 지급하는 비용이다. 면세점의 일반패키지 수수료 및 인센티브를 통한 송객 수수료는 판매 금액의 30~35% 정도를 차지하고 있다. 수수료 항목에는 여행사 수수료, 여행사 인센티브, 가이드 수수료, 가이드 인센티브 등의 항목이 포함된다.

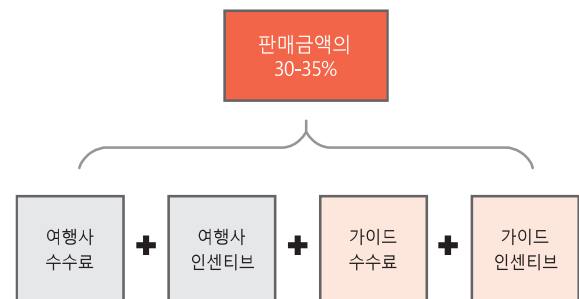
면세 사업자들의 수익성이 저하됨에 따라 하반기로 들어서며 수수료가 소폭 하락했다. 또한 업계에 따르면 9월부터 롯데의 송객수수료 감소(10%이하 예상) 움직임에 따라 대기업 면세 사업자를 중심으로 송객수수료율 조정이 나타나고 있는 것으로 파악된다. 그러나 향후 중국인 관광객 회복과 기존 사업자들의 시장점유율 확보 경쟁에 따라 현 수준에서 큰 폭의 하락은 기대하기 어려울 것으로 판단한다.

〈표9〉 면세점 외국인 월별 객단가 추이

(단위: 억원)

구분	2013	2014	2015	2016
시내면세점 매출액	40,765	53,893	61,834	88,712
단채관광객 매출액	18,427	27,274	29,018	47,148
송객수수료	2,966	5,486	5,630	9,672
총매출대비 수수료율	7%	10%	9%	11%
단채관광객 매출 대비 수수료율	16%	20%	19%	21%

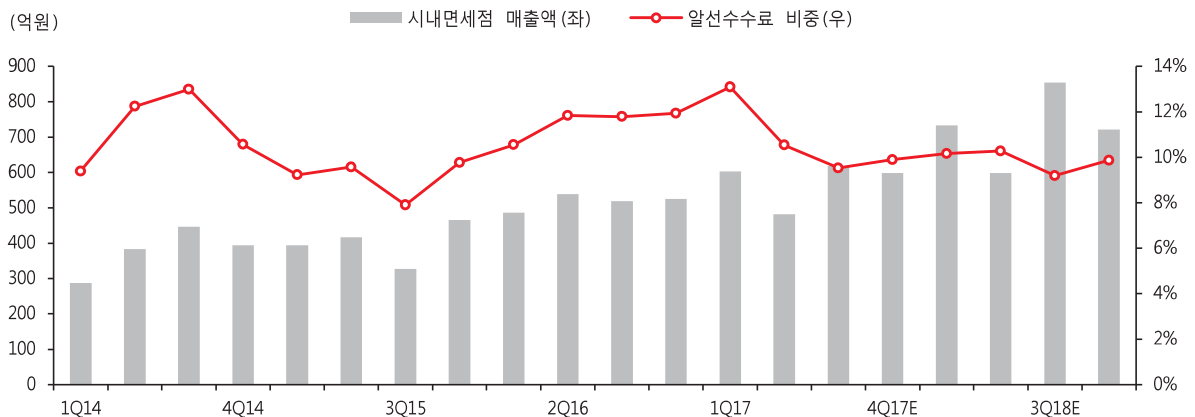
〈그림14〉 면세점 수수료 및 인센티브를 통한 송객수수료



자료: 관세청, 하이투자증권

자료: 업계자료, 하이투자증권

〈그림15〉 호텔신라의 시내면세점 매출액과 알선수수료 비중 추이



자료: 호텔신라, 하이투자증권

인천공항 제1터미널 임대료 감소로 비용절감은 가능할 전망

중국인 관광객 감소로 인해 영업환경 악화가 지속되면서 각 면세 사업자들의 임대료 인하 요구가 계속되고 있다. 그 동안 면세 사업자들은 높은 임대료 지불에도 불구하고 브랜드 홍보차원 측면에서 공항 면세점 입찰에 열을 올려왔다.

롯데면세점은 인천공항에 8,849㎡ 규모로 가장 넓은 면적을 차지하고 있으며 임대료는 5년간 (2015년 9월~2020년 8월) 약 4조 1,400억 원에 해당하는 규모이다. 3년차(2017년 9월~2018년 8월)에 7740억원, 4~5년차(2018년 9월~2020년 8월)에는 1조원 이상의 임대료를 지불하기로 예정되어 있었다.

하지만 롯데의 경우 영업환경 악화가 지속되고 현 임차료 구조가 지속될 경우 2018년~2020년 누적기준 8천억 이상의 적자가 예측되는 상황이다. 이에 따라 롯데면세점은 효율을 통한 임대료 납부를 요구하고 있는 상태이다. 만약 인천공항 측에서 롯데의 제안을 받아들일 경우 다른 면세 사업자들도 동일한 기준을 적용할 수도 있기 때문에 향후 인천공항공사와 롯데의 임대료 납부 방식이 어떻게 변할지 지켜봐야 한다.

최근 진행되고 있는 인천공사와의 협상에서 롯데의 요구대로 매출액 연동 영업요율 납부 방식으로 변경될 가능성은 낮은 것으로 알려졌다. 인천공항공사에서는 제1터미널 공항면세점 면세사업자에 대해 권역별, 사업규모에 상관없이 임대료를 일괄 30% 인하하는 안을 제시했다.

만약, 면세 사업자들이 제안을 받아들일 경우 롯데면세점은 2019년 8월까지 8368억원, 신라면세점은 2428억원, 신세계면세점은 680억원의 임차료 부담을 덜 수 있을 것으로 전망하고 있다. 하지만 면세 사업자들의 입장은 인천공항의 제안을 받아들일 경우 임대료 부담을 줄일 수 있지만 영업환경 변화에 따른 부담은 앞으로도 사업자들이 고스란히 안게 되는 것이라며 추가 협상을 요구할 것으로 알려졌다.

〈표10〉 인천국제공항 제3기 면세점 최소보장임차료와 임대료 30% 인하 시 임대료 변화 예상액

구분	1년차	2년차	3년차	4년차	5년차	5년간 임대료 합계액	면적㎡	2기→3기 영업면적 변화
기간	15.09~16.08	16.09~17.08	17.09~18.08	18.09~19.08	19.09~20.08			
롯데	5060억원	5150억원	7740억원	1조 1610억원	1조 1840억원	4조 1400억원	8849	49%
신라	2680억원	2830억원	2980억원	3140억원	3300억원	1조 4930억원	3501	-56%
신세계	800억원	840억원	870억원	900억원	920억원	4330억원	2856	신규
임대료 30% 인하 반영 시 임대료 변화 예상액								
롯데	5060억원	5150억원	5418억원	8127억원	8288억원			
신라	2680억원	2830억원	2086억원	2198억원	2310억원			
신세계	800억원	840억원	609억원	630억원	644억원			

주: 업계자료로 실제 임대료와 비교해 소폭의 오차 존재함

자료: 업계자료, 하이투자증권

〈표11〉 인천국제공항 품목별 요율

구분	요율	구분	요율
향수/화장품	30%	여행편의용품	15%
주류	20-35%	초콜릿	25%
담배(국산, 외산, 시가에 따라)	25-35%	공예품	20%
의류	20%	음반	8%
패션잡화/액세서리	20%	홍삼, 인삼	25%
은제품, 귀금속	25%	전제품	8%
포장식품	25%	스포츠용품	20%
기획상품	20%	문구류	25%
오락완구	20%	편의용품, 기념품	20%

자료: 업계자료, 하이투자증권

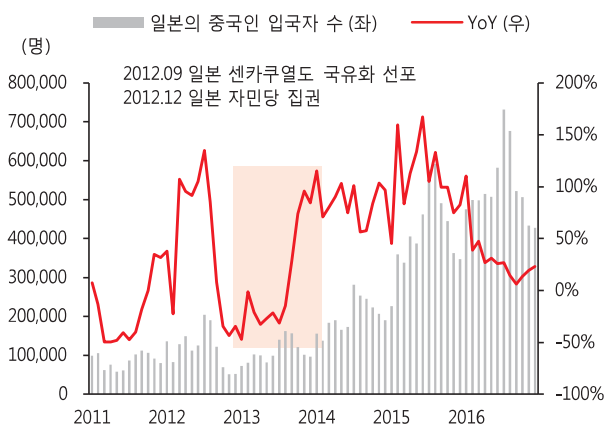
입국자 수 증가는 예상되는 Fact

2018년 2월 평창동계올림픽을 앞두고 중국인 관광객뿐만 아니라, 전체 외래객 입국자 수도 국가별로 회복 또는 증가할 것으로 예상된다. 중국인 관광객 회복에 속도에 대한 보수적 시각을 유지하나 점차 회복 될 것으로 예측되는데 그 이유는 첫째, 과거 2012년 센카쿠 사태 발생 당시 일본 관광 제한 조치와 일본 브랜드 자동차 불매운동 등이 있었을 당시에도 18차 당 대회 이후 점차 관계가 개선되며 관광객 수도 회복되는 모습을 보인 사례가 있다. 둘째, 과거 86년 서울 아시안 게임, 88년 서울 올림픽, 2002년 한일월드컵과 부산아시아게임 등 스포츠 이벤트가 있었을 당시 외래객 입국자 수가 증가하는 모습을 보여왔다. 이에 따라 2018년에는 인바운드 회복에 따른 시내 및 공항 면세점의 다국적 관광객을 대상으로 한 판매 증가가 예상된다.

인천공항 제2여객터미널이 개장하면 대한항공, DELTA(미국), 에어프랑스, KLM(네덜란드) 등 4개 항공사의 이전이 예정되어있고, 제2여객터미널 대기업 면세 사업자는 신라, 롯데, 신세계, 중소·중견 기업으로는 SM, 엔타스튜디오, 시티플러스가 운영을 맡게 됐다.

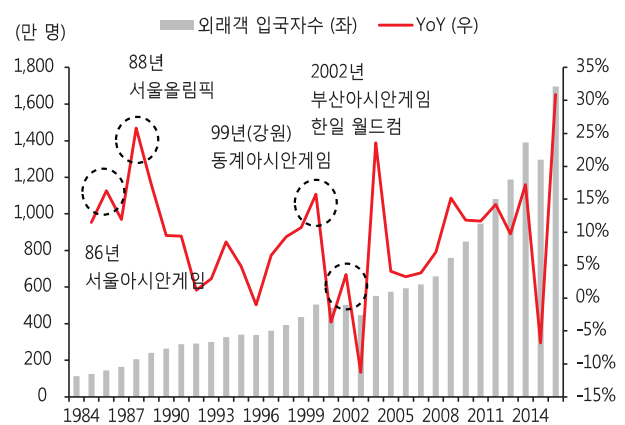
평창동계올림픽 개최 전인 2017년까지 연간 여객처리능력은 4,400만 명에서 6,200만 명으로, 화물처리능력은 450만에서 580만으로 확충한다는 방침을 가지고 있다. 이때, 제1여객터미널에서 20~30%의 여객량 감소가 예상되고 있다. 그러나 제2여객터미널 출국장 면세점이 문을 열면 인천공항면세점의 매출 점유율은 현재 약 33%에서 45% 이상 상승할 것으로 예측되고 있다. 그렇기 때문에 T1에서 T2로 여객이 이동하더라도 이미 높은 점유율과 브랜드력을 갖춘 신라와 롯데 같은 대형 업체들의 공항 내 고객 이탈은 적을 것으로 판단한다.

〈그림16〉 18차 당대회 (2012년 11월 8일~14일) 이후 점차 일본의 중국인 입국자 수가 회복됐음



자료: 한국관광공사, 하이투자증권

〈그림17〉 스포츠 이벤트 있었던 해에는 입국자 수가 증가



자료: 한국관광공사, 하이투자증권

출국자 수 증가도 지속

내국인의 해외 여행객 증가에 따른 면세점 이용 증가도 예상된다. 2018년 내국인의 승무원 제외 해외 출국자 수는 약 2,906만 명(+17.3%, YoY)으로 역대 최대 인구가 출국할 것으로 전망한다. 2017년에 이어 높은 출국자 수 증가를 예상하고 있는데,

그 이유는 1) 2018년 휴일 수를 2017년과 비교해보면 총 119일로 같다. 올해만큼의 장기 연휴가 부재하다는 것이 다르지만 여행객 분산 효과를 볼 수 있을 것으로 예상되고, 2) 인프라 측면에서도 인천공항 제2미널이 개장을 앞두고 LCC 신규 취항과 노선 증편으로 항공사 간 경쟁 심화로 인한 항공권 평균 단가가 하락으로 인한 여행 수요가 증가할 것으로 예상되기 때문이다. 마지막으로 3) 재출국자 수의 증가이다. 제한된 소비 지출 내 여행비 지출은 증가하고 있으며, 소비지출 우하향 하는 반면 13년 이후 여행비 지출의 우상향 트렌드는 지속되고 있어 아웃바운드는 꾸준히 증가할 것으로 기대한다.

〈표11〉 2018년 휴일 캘린더

상반기				하반기			
월	날짜	이벤트	휴일수	월	날짜	이벤트	휴일수
1월	1일	신정	9	7월			9
2월	15~18일	설날	10	8월	15일	광복절	9
3월		삼일절	10	9월	24~26일	추석	12
4월			9	10월	3일, 9일	개천절, 한글날	10
5월	1일, 7일, 22일	근로자의날, 어린이날 대체휴일, 석가탄신일	11	11월			8
6월	6일, 13일	현충일, 지방선거	11	12월	25일	성탄절	11
토요일	설날과 어린이날이 토요일과 이틀 겹침 총 52일 토요일 중 공휴일과 겹친 2일 빼면 50일						
일요일	추석연휴가 일요일과 하루 겹침 일요일 52일 + 공휴일 14일 + 대체휴일 2일 + 지방선거일 1일 = 총 69일 => 69일 + 50일 = 119일로 일수로 따지면 2017년과 동일함. 2017년과 비교해 장기 연휴는 찾기 어려우나 단기 휴일이 많음						

자료: 하이투자증권

아웃바운드 성장을 이끌어온 인프라 증가도 꾸준할 것으로 전망되고 있다. 2010년 LCC(Low Cost Carrier, 저비용항공사)는 26대에 불과했으나 2016년 100 대, 2017년 말에는 120대를 넘어서게 될 것으로 예상하고 있다. 17년 6월 기준 대한항공이 131대, 아시아나 항공이 71대의 여객기 운영 대수를 감안하면 LCC가 폭발적으로 성장했음을 알 수 있다.

〈표12〉 2017년 말 LCC 항공기 보유대수 전망

	보유대수	예상보유 대수	비고
제주항공	30대	31-32대	LCC 중 가장 많은 항공기 보유
에어부산	21대	23대	10월, 11월 각각 1대씩 추가 도입 예정
이스타항공	18대	18대	4분기 2대 도입, 계약 만료된 2대 반납 예정
진에어	24대	25대	올해 2대 도입 완료, 12월에 추가로 1대 도입 예정
티웨이항공	19대	20대	12월 중순 1대 도입 예정
에어서울	4대	6대	10월, 12월 각각 1대씩 추가 도입 예정

자료: 업계자료, 하이투자증권

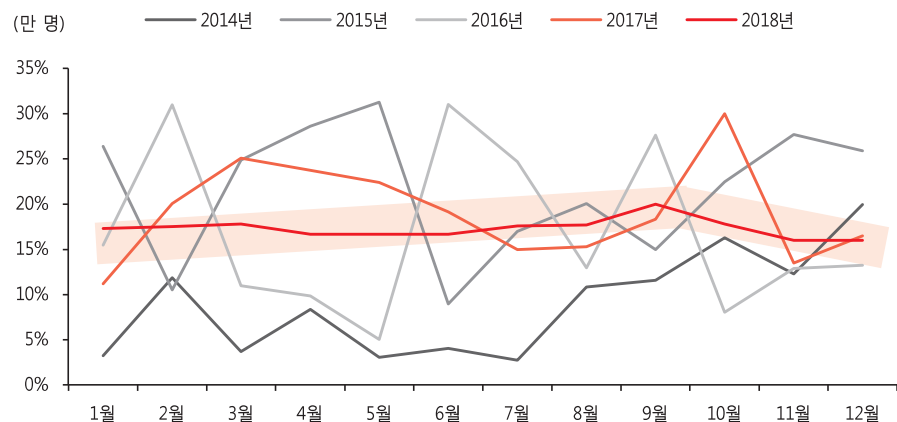
〈표13〉 LCC 신규 노선 확장 계획

이스타항공	11월부터 인천-일본 가고시마 노선, 12월에 일본 미야자키와 추후 오이타 노선 취항
제주항공	11월부터 국적사 최초로 일본 마쓰야마 노선 운항
진에어	12월 호주 케언스 노선 복항 예정
에어부산	11월부터 대구-다낭 노선 운항
에어서울	12월부터 필리핀 보라카이(칼리보)에 국적항공사 중 단독 운항 시작

자료: 업계자료, 하이투자증권

올해와 같은 장기연휴가 부재함에도 휴일 수는 119일로 17년과 같고 월 별로 휴일이 분산되어있다는 점에서 2박 3일 또는 3박 4일의 단기 여행이 증가할 것으로 보인다. 여행 성수기와 비수기의 경계가 완화 되고 있는 트렌드가 지속되고 있는 점을 감안하면, 여행 성수기인 7-8월 뿐만 아니라 비수기 시즌에도 여행객이 증가할 것으로 예상된다. 그렇기 때문에 설날과 추석과 같은 특정 시즌이 아니어도 1-2일 정도의 휴가를 사용해 월 별, 반복(재출국)여행이 증가할 것으로 예상함에 따라 내국인 출국자의 공항 및 온라인 면세점 이용객도 증가할 것으로 예측된다.

〈그림18〉 최근 5개년 출국자 수 전년동월대비 성장률 추이



주: 2017년 10월부터는 추정치

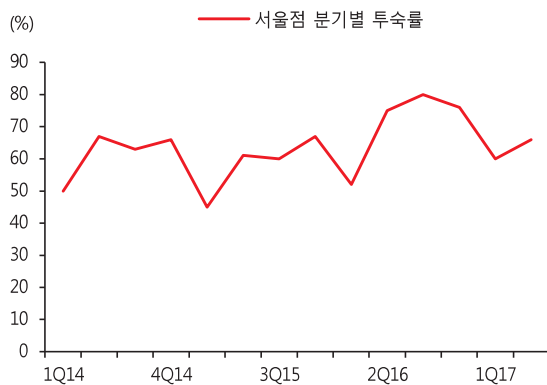
자료: 한국관광공사, 하이투자증권

호텔: 신라스테이 기존점의 수익성 확대 구간

동사의 서울점과 제주점의 경우 호텔 산업의 수급 불균형으로 ADR(평균객실이용료) 하락에 따라 매출 성장이 정체된 상태이다. 반면, 신라스테이 기존점(2년 이상된 지점)의 영업 안정화로 수익성이 뚜렷해지며 호텔 사업부의 실적 턴어라운드가 가능할 것으로 전망한다. 향후 호텔 사업부의 수익성은 호텔 객실의 공급 부족에 따른 ADR상승이 좌우할 것으로 예상된다.

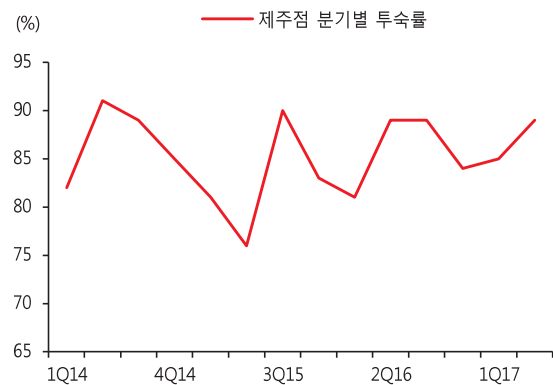
서울시에 따르면 서울시내 중고가 및 중저가 객실 부족 현상은 심화될 것으로 예측했다. 문화체육관광부의 서울시 가격유형별 숙박시설의 1일 객실 수급분석에서는 2020년 방한 외래객이 2,320만 명을 초과할 경우에는 객실 부족 현상이 심화될 것으로 예상하고 있다. 숙박시설은 수익분석, 부지확보, 설계, 공사, 행정처리 등 3~5년의 건립기간이 소요된다. 이러한 점을 미루어 봤을 때 2016년 기준 3~5년 후인 2019~2021년에는 중저가 호텔의 공급 부족 현상이 지속될 것으로 보인다. 이에 따라 중고가 시장을 점유하고 있는 호텔신라의 객실 수요가 공급을 초과하면서 평균객실이용료 상승에 따라 수익성이 개선될 것으로 기대한다. 2017년 호텔&레저 사업부의 매출액은 4147억 원(+12.6%, YoY), 영업이익 71(흑자전환)으로 추정한다.

〈그림19〉 서울 및 제주호텔 분기별 투숙률



자료: 호텔신라, 하이투자증권

〈그림20〉 서울 및 제주호텔 분기별 투숙률



자료: 호텔신라, 하이투자증권

〈표14〉 서울시 가격유형별 숙박시설의 1일 객실 수급분석(2016년 기준)

(단위:실)

구 분	객실수요(A)			객실공급(B)	수급(B-A)
	외국인	내국인	합계		
고가(20만원 ↑)	8,556	1,383	9,939	12,955	3,017
중고가(10-20만원)	15,265	1,015	16,280	12,138	△4,142
중저가(6-10만원)	15,402	885	16,287	11,026	△5,261
저가(6만원 ↓)	13,640	1,701	15,341	21,055	5,714
합계	52,863	4,984	57,847	57,174	△673

자료: 문화체육관광부, 하이투자증권

〈표15〉 관광호텔의 등급별 매출 비중

(단위: 백만원)

구분	2013년		2014년		2015년	
	매출액	비율	매출액	비율	매출액	비율
5성급	1,163,789	62.30%	1,105,825	61.77%	902,777	64.80%
4성급	311,001	16.65%	329,580	18.41%	222,577	15.98%
3성급	223,081	11.94%	215,467	12.04%	165,704	11.89%
2성급	54,938	2.94%	43,994	2.46%	42,597	3.06%
1성급	46,579	2.49%	45,113	2.52%	23,139	1.66%
등급미정	68,715	3.68%	50,237	2.81%	36,371	2.61%
합계	1,868,102	100.00%	1,790,216	100.00%	1,393,165	100.00%

자료: 문화체육관광부, 하이투자증권

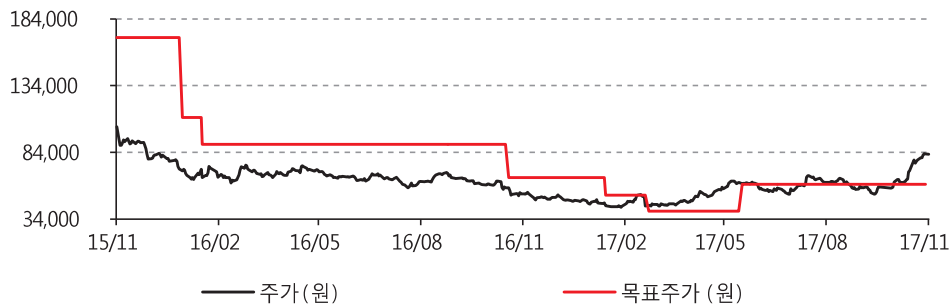
K-IFRS 연결 요약 재무제표

재무상태표					포괄손익계산서				
(단위:십억원)					(단위:십억원,%)				
	2016	2017E	2018E	2019E		2016	2017E	2018E	2019E
유동자산	1,079	1,110	1,338	1,602	매출액	3,715	4,002	5,010	6,147
현금 및 현금성자산	347	341	407	476	증가율(%)	14.3	7.7	25.2	22.7
단기금융자산	1	1	1	1	매출원가	2,040	2,254	2,770	3,368
매출채권	201	217	271	333	매출총이익	1,676	1,748	2,239	2,779
재고자산	471	508	626	768	판매비와관리비	1,597	1,668	2,064	2,515
비유동자산	962	898	851	819	연구개발비	-	-	-	-
유형자산	707	663	627	598	기타영업수익	-	-	-	-
무형자산	48	26	14	7	기타영업비용	-	-	-	-
자산총계	2,041	2,008	2,189	2,421	영업이익	79	79	175	264
유동부채	740	686	776	876	증가율(%)	24	0.1	121.7	50.6
매입채무	206	222	277	340	영업이익률(%)	2.1	2.0	3.5	4.3
단기차입금	53	53	53	53	이자수익	15	16	23	23
유동성장기부채	100	-	-	-	이자비용	32	27	29	29
비유동부채	639	639	639	639	지분법이익(손실)	-	-	-	-
사채	599	599	599	599	기타영업외손익	-16	-13	-19	-30
장기차입금	-	-	-	-	세전계속사업이익	52	52	172	267
부채총계	1,379	1,326	1,415	1,515	법인세비용	25	23	70	126
지배주주지분	662	682	774	906	세전계속이익률(%)	1.4	1.3	3.4	4.3
자본금	200	200	200	200	당기순이익	28	30	101	141
자본잉여금	197	197	197	197	순이익률(%)	0.7	0.7	2.0	2.3
이익잉여금	371	388	476	603	지배주주귀속 순이익	28	30	101	141
기타자본항목	-104	-104	-104	-104	기타포괄이익	4	4	4	4
비지배주주지분	-	-	-	-	총포괄이익	32	34	106	145
자본총계	662	682	774	906	지배주주귀속총포괄이익	32	34	106	145

현금흐름표					주요투자지표				
(단위:십억원)									
	2016	2017E	2018E	2019E		2016	2017E	2018E	2019E
영업활동 현금흐름	121	80	11	1	주당지표(원)				
당기순이익	28	30	101	141	EPS	709	752	2,584	3,583
유형자산감가상각비	61	59	54	50	BPS	16,855	17,373	19,724	23,073
무형자산상각비	14	22	12	6	CFPS	2,607	2,833	4,267	5,014
지분법관련손실(이익)	-	-	-	-	DPS	350	350	350	350
투자활동 현금흐름	148	17	15	11	Valuation(배)				
유형자산의 처분(취득)	0	-	-	-	PER	67.9	110.0	32.0	23.1
무형자산의 처분(취득)	1	-	-	-	PBR	2.9	4.8	4.2	3.6
금융상품의 증감	21	-6	66	69	PCR	18.5	29.2	19.4	16.5
재무활동 현금흐름	-245	-137	-37	-37	EV/EBITDA	15.1	22.4	14.6	10.8
단기금융부채의증감	-7	-100	-	-	Key Financial Ratio(%)				
장기금융부채의증감	-	-	-	-	ROE	4.0	4.4	13.9	16.7
자본의증감	-	-	-	-	EBITDA이익률	4.1	4.0	4.8	5.2
배당금지급	-14	-13	-13	-13	부채비율	208.5	194.4	182.8	167.3
현금및현금성자산의증감	21	-6	66	69	순부채비율	61.1	45.5	31.6	19.4
기초현금및현금성자산	326	347	341	407	매출채권회전율(x)	21.4	19.2	20.5	20.4
기말현금및현금성자산	347	341	407	476	재고자산회전율(x)	7.9	8.2	8.8	8.8

자료 : 호텔신라, 하이투자증권 리서치센터

최근 2년간 투자의견 변동 내역 및 목표주가 추이(호텔신라)



일자	투자의견	목표주가(원)	목표주가 대상시점	괴리율	
				평균주가대비	최고(최저)주가대비
2016-01-11	Buy	110,000	6개월	-38.7%	-35.1%
2016-01-29	Buy	90,000	6개월	-25.5%	-17.2%
2016-10-31	Hold	65,000	6개월	-23.9%	-15.2%
2017-01-26	Hold	52,000	6개월	-10.8%	0.6%
2017-03-06	Hold	40,000	6개월	26.5%	56.3%
2017-05-29	Hold	60,000	6개월		
2017-11-16 (담당자변경)	Buy	100,000	1년		

Compliance notice

당 보고서 공표일 기준으로 해당 기업과 관련하여,

- ▶ 회사는 해당 종목을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- ▶ 금융투자분석사와 그 배우자는 해당 기업의 주식을 보유하고 있지 않습니다.
- ▶ 당 보고서는 기관투자자 및 제 3자에게 E-mail 등을 통하여 사전에 배포된 사실이 없습니다.
- ▶ 회사는 6개월간 해당 기업의 유가증권 발행과 관련 주관사로 참여하지 않았습니다.
- ▶ 당 보고서에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.
(작성자 : 조경진)

본 분석자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위한 참고자료이며, 따라서, 본 자료에 의한 투자자의 투자결과에 대해 어떠한 목적의 증빙자료로도 사용될 수 없으며, 어떠한 경우에도 작성자 및 당사의 허가 없이 전재, 복사 또는 대여될 수 없습니다. 무단전재 등으로 인한 분쟁발생 시 법적 책임이 있음을 주지하시기 바랍니다.

1. 종목추천 투자등급 (추천일 기준 증가대비 3등급) 종목투자의견은 향후 12개월간 추천일 증가대비 해당종목의 예상 목표수익률을 의미함.(2017년 7월 1일부터 적용)

- Buy(매수): 추천일 증가대비 +15% 이상
- Hold(보유): 추천일 증가대비 -15% ~ 15% 내외 등락
- Sell(매도): 추천일 증가대비 -15% 이상

2. 산업추천 투자등급 (시가총액기준 산업별 시장비중대비 보유비중의 변화를 추천하는 것임)

- Overweight(비중확대), - Neutral (중립), - Underweight (비중축소)

하이투자증권 투자비율 등급 공시 2017-09-30 기준

구분	매수	중립(보유)	매도
투자의견 비율(%)	88.3 %	11.7 %	-