

SK COMPANY Analysis



Analyst

손윤경

skcase1976@sk.com

02-3773-8477

Company Data

자본금	2,000 억원
발행주식수	4,000 만주
자사주	215 만주
액면가	5,000 원
시가총액	37,914 억원

주요주주

삼성생명보험(주)(외)	17.24%
국민연금공단	12.99%
외국인지분	26.50%
배당수익률	0.40%

Stock Data

주가(18/01/19)	96,600 원
KOSPI	2520.26 pt
52주 Beta	1.00
52주 최고가	96,600 원
52주 최저가	42,800 원
60일 평균 거래대금	497 억원

주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	11.7%	9.8%
6개월	62.1%	56.3%
12개월	109.3%	72.2%

호텔신라 (008770/KS | 매수(유지) | T.P 125,000 원(상향))

독보적인 향수/화장품 Buying Power

동사는 1 월 18 일부터 운영하는 인천공항 제 2 터미널 면세점에서 향수/화장품 매장을 추가로 오픈. 동사가 기대하는 제 2 터미널에서 초기 1 년 매출은 2,400 억원. 이 밖에도 제주공항, 홍콩공항 및 태국의 시내면세점의 영업도 2018 년 본격화할 예정. 2018 년 면세점 매출은 신규 면세점 만으로도 20% 이상의 매출 성장이 기대됨. 호텔신라에 대한 목표주가를 125,000 원으로 상향하고 투자 의견 매수를 유지.

인천공항 제2 터미널 면세점 오픈

동사는 1 월 18 일부터 운영하는 인천공항 제 2 터미널 면세점에서 향수/화장품 매장을 추가로 오픈. 동사가 기대하는 제 2 터미널에서 초기 1 년 매출은 2,400 억원. 기존 1 터미널에서 발생했던 매출이 일부 감소할 가능성이 있으나, 한 단계 상승한 원화카치로 출국자수의 증가세가 지속될 것이라는 점을 감안하면 제 1 터미널의 매출 역시 감소보다는 성장을 기대할 수 있을 것. 한편, 동사는 인천공항 면세점뿐만 아니라 제주공항 면세점 사업자로도 선정. 제주공항 면세점의 2017 년 매출은 711 억원.

2018 년 신규 사업에 의한 매출 성장 20%, 향수/화장품 구매력 급증

2018 년 동사는 홍콩 공항에서의 영업도 본격화할 예정. 2017 년말 영업을 시작한 홍콩 공항 면세점은 동사가 향수/화장품을 독점적으로 판매하고 일부 액세서리 매장을 운영. 초기 1 년 예상 매출은 3,400 억원 수준으로 큰 매장. 여기에 2017 년 태국에 오픈한 시내면세점의 연간 예상 매출 900 억원까지 고려하면 동사가 2018 년에 신규 면세점으로 추가할 수 있는 매출 규모는 7,500 억원 수준으로 2017 년 면세점 매출의 20%를 상회하는 것.

더 주목해야 하는 것은 동사가 향수/화장품 품목에서 절대적인 바게닝 파워를 확보하게 되었다는 점. 싱가포르 창이공항(2016 년 매출 5,000 억원), 홍콩 공항, 인천 공항 등에서 향수/화장품이 주력 품목이며 창이공항과 홍콩공항에서는 향수/화장품 독점 공급자. 구매하는 절대 규모가 클 뿐만 아니라 동사를 통하지 않으면 홍콩공항과 싱가포르공항 면세점에서 제품 판매가 불가능. 높아진 협상력으로 동사는 수익성을 한 단계 높일 수 있을 것.

중국 출국자 증가세 개선의 가장 큰 수혜

최근 나타나고 있는 위안화 강세가 2015 년과 2016 년에 크게 둔화되었던 중국의 출국자수 증가율을 다시 확대할 전망이다. 실제로 위안화 강세가 시작된 2017 년 주요 아시아 국가에서 중국인의 입국이 증가하고 있음. 중국의 출국수요 증가는 호텔신라의 실적 개선에 절대적. 중국인 관광객은 국내 면세점뿐만 아니라 싱가포르, 홍콩, 태국, 일본 등 해외에서 운영하는 면세점의 주요 고객이기도 함. 중국인 출국자수가 회복되고 있는 국면에서 홍콩 공항 및 인천공항, 제주공항 면세점을 추가로 오픈한 것은 동사의 성장 기대감을 확대.

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	72.2	35.1	19.8
PBR	배	5.0	4.2	2.9	4.9	4.8	3.9
EV/EBITDA	배	20.1	24.0	15.2	25.1	21.0	13.4
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

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	45	35	30
적정 시가총액(억원)					11,404	49,599	68,391	84,275
우선주 시가총액(억원)						418		
보통주 적정 시가총액(억원)						49,181		
보통주 주식수(천주)						39,248		
보통주 적정주가(원)						125,307		
보통주 목표주가(원)						125,000		
보통주 시가총액(억원)						49,060		

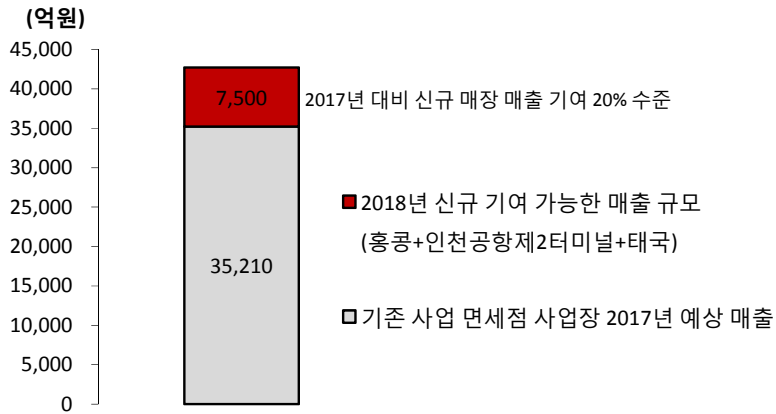
자료: SK 증권

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)	
제주공항 면세점	사업부	2018년	711억원 (2017년 연간 매출)	
HDC(지분법 평가 대상 법인)	50%	2015년	7,200억원 (2017년 예상)	

자료: 호텔신라 SK 증권 정리

호텔신라 면세점 2018년 매출이 성장할 수 밖에 없는 이유



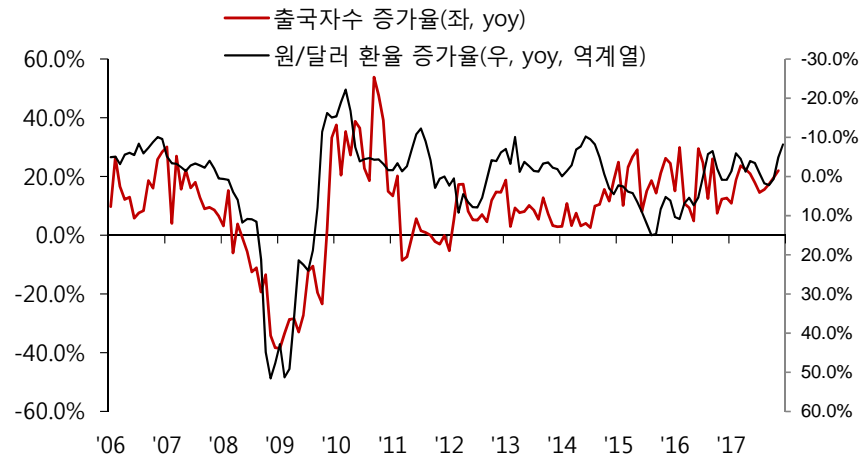
자료: 호텔신라, SK 증권

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	-	4.2%	7.6%	-2.1%	-9.8%	10.6%	7.2%	-3.4%	-	-8.4%	-	0.0%	1.8%	4.7%	4.4%	3.9%
	13.0%								14.4%		10.3%					
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

출국자수 증가율 vs 원화 가치 변동 : 원화가치 상승, 출국자수 증가율을 확대할 것



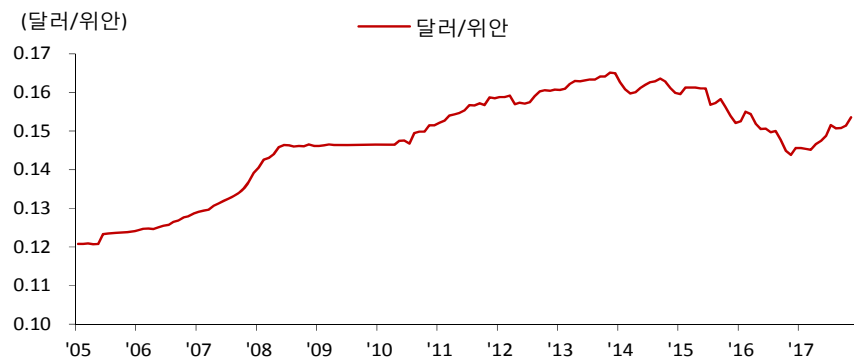
자료: SK 증권, 한국관광공사

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



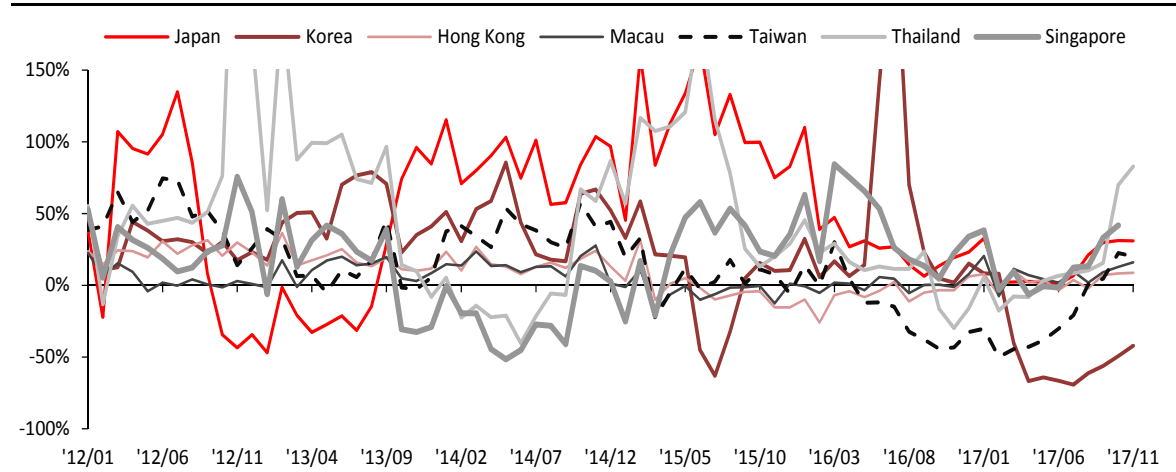
자료: 한국은행, SK 증권

달러/위안 추이



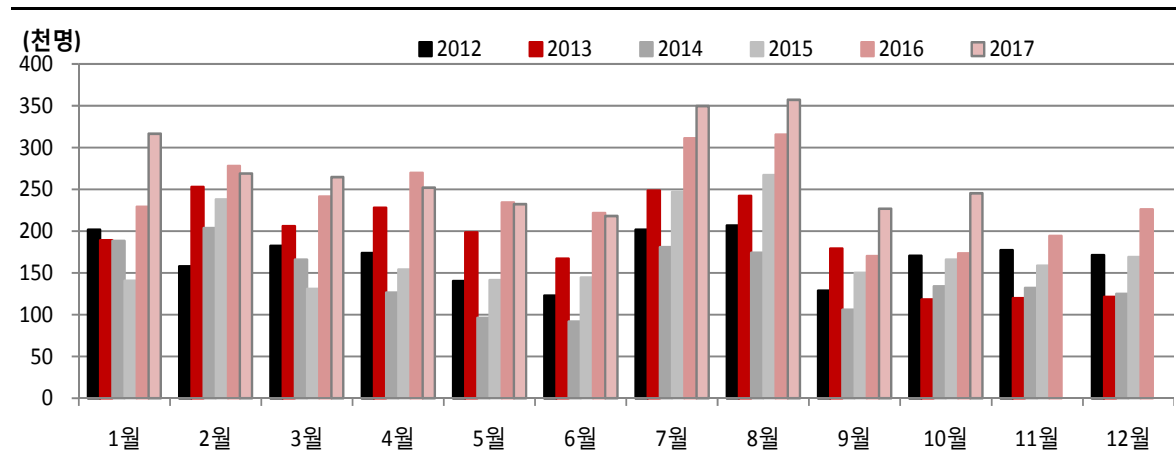
자료: Bloomberg, SK 증권

주요 아시아 국가 중국인 입국자 증가율 추이



자료: 각 국 SK 증권

싱가폴 월별 중국인 관광객 수 추이



자료: 싱가포르 관광청, SK 증권

일시	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가대비	최고(최저) 주가대비
2018.01.22	매수	125,000원	6개월		
2017.12.01	매수	110,000원	6개월	-22.50%	-12.18%
2017.11.01	매수	110,000원	6개월	-24.73%	-20.00%
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%



Compliance Notice

- 작성자(손윤경)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 (2018 년 1 월 22 일 기준)

매수	90.07%	중립	9.93%	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	21	20	27	40
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	14	19	29	43
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 (%)	0.6	0.8	1.2	2.2	3.2
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	75.6	35.1	19.8
PER(최저)	167.3	68.0	36.4	30.2	17.0
PBR(최고)	7.4	4.8	5.1	4.8	3.9
PBR(최저)	4.2	2.9	2.5	4.1	3.3
PCR	33.4	18.8	28.7	22.4	15.5
EV/EBITDA(최고)	39.9	23.0	26.2	21.0	13.4
EV/EBITDA(최저)	24.0	15.0	14.0	18.3	11.7