

2018. 1. 26



## ▲ 유통/화장품

Analyst 양지혜

02. 6098-6667

jihye.yang@meritz.co.kr

RA 윤보미

02. 6098-6664

bomi.yun@meritz.co.kr

## Buy

적정주가 (12개월) 110,000 원

현재주가 (1.25) 94,600 원

상승여력 16.3%

KOSPI 2,562.23pt

시가총액 37,129억원

발행주식수 3,925만주

유동주식비율 77.31%

외국인비중 26.74%

52주 최고/최저가 97,000원/42,800원

평균거래대금 458.1억원

## 주요주주(%)

삼성생명보험 외 5 인 17.24

국민연금 12.99

BlackRock Fund Advisors 외 13 인 5.04

## 주가상승률(%)

1개월 6개월 12개월

절대주가 14.3 56.4 105.4

상대주가 8.8 48.9 65.7

## 주가그래프



## 호텔신라 008770

## 4Q Review: 환율 영향으로 예상치 하회

- ✓ 4Q 매출액 1 조 234 억원 (+9.5% YoY), 영업이익 155 억원 (-0.6% YoY) 기록
- ✓ 원화강세 영향과 홍콩공항 초기 투자비용으로 시장 컨센서스 영업이익 하회
- ✓ 2018 년 국내 및 글로벌 면세점 내 시장 점유율 상승 전망
- ✓ 중국 중산층의 소득 수준 상승에 따른 중국 럭셔리 소비 모멘텀 강화
- ✓ 투자의견 Buy, 적정주가 110,000 원 유지

## 4Q 원화강세 영향과 홍콩공항 초기 투자비용으로 시장 컨센서스 하회

호텔신라의 4 분기 실적은 매출액 1 조 234 억원 (+9.5% YoY), 영업이익 155 억원 (-0.6% YoY)을 기록하여 시장 컨센서스 (매출액 1 조 289 억원, 영업이익 207 억원) 대비 하회했다. 시내와 공항 면세점이 각각 +12.5% YoY, +2% YoY 의 양호한 매출 성장을 기록했고 알선수수료는 -5.9% YoY 감소하였지만 환율 하락에 따른 원가율 상승 (70~80 억원 증가)과 홍콩공항 면세점 오픈 (12/12) 관련 초기 투자 비용 (-60 억원)이 예상보다 컸다. 호텔레저 부문은 신라스테이 영업 호조와 여행사업 확대에 매출액 1,159 억원 (+17.1% YoY), 영업이익 56 억원 (흑자전환)을 기록했다.

## 2018 년 국내 및 전세계 면세점 내 시장 점유율 상승 전망

호텔신라는 영업환경 개선 시 주도권 선점을 위한 준비를 지속해 왔다. 국내 면세입찰 및 한중관계 관련 정치적 불확실성이 해소되면서 경쟁우위를 확보한 상위업체인 신라면세점의 주도권이 더욱 강화될 전망이다. 싱가포르 공항 면세점의 안정적 성장과 함께 적자폭이 꾸준히 축소되고 홍콩 공항 면세점 (매출액 3,400 억원, 영업손실 40 억원 예상)이 추가되면서 아시아 공항 면세점 점유율 또한 크게 확대될 전망이다. 2 년전 시위로 중국인 관광객이 급감했던 홍콩 지역에서 최근 중국인 관광객이 다시 증가 (11 월 +8.6% YoY)하고 있어 기대된다.

## 투자의견 Buy 와 적정주가 110,000 원 유지

중국 중산층의 소득수준 상승에 따른 중국 럭셔리 소비 모멘텀 강화되고 있어 2018 년 높은 외형 성장 (+18.6% YoY)을 예상한다. 한편 4 분기 실적 부진은 일회성 요인이 크다고 판단하여 투자의견 Buy 와 적정주가 110,000 원을 유지한다.

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2016	3,715.3	79.0	27.8	702	51.4	16,539	68.6	2.9	15.1	4.0	208.5
2017P	4,011.5	73.1	25.2	634	-9.6	16,836	149.1	5.6	27.1	3.8	227.1
2018E	4,756.5	157.9	95.0	2,412	280.2	18,878	39.2	5.0	17.6	13.3	225.0
2019E	5,470.0	186.0	119.5	3,037	25.9	21,533	31.2	4.4	15.6	14.8	204.8
2020E	6,017.0	258.7	161.9	4,117	35.6	25,248	23.0	3.7	11.9	17.3	178.3

표1 호텔신라 4Q17 Earnings Review

(십억원)	4Q17P	4Q16	(% YoY)	3Q17	(% QoQ)	메리츠	(% diff.)	컨센서스	(% diff.)
매출액	1,023.4	934.6	9.5	1,067.2	-4.1	1,012.6	1.1	1,028.9	-0.5
영업이익	15.5	15.6	-0.6	30.3	-48.8	20.1	-22.8	20.7	-25.0
세전이익	11.9	5.8	105.7	20.5	-42.0	21.1	-43.7	15.8	-24.8
지배주주순이익	7.0	1.6	342.2	12.6	-44.2	19.5	-64.0	10.2	-31.2
영업이익률 (%)	1.5	1.7		2.8		2.0		2.0	-0.5
지배주주순이익률 (%)	0.7	0.2		1.2		1.9		1.0	-0.3

자료: 메리츠종금증권 리서치센터

표2 추정치 변경 내역

(십억원)	수정 전		수정 후		변화율 (%)	
	2017P	2018E	2017P	2018E	2017P	2018E
매출액	4,000.7	4,746.6	4,011.5	4,756.5	0.3	0.2
영업이익	77.7	152.3	73.1	157.9	-5.9	3.7
지배주주순이익	37.8	91.4	25.2	95.0	-33.3	3.9

자료: 메리츠종금증권 리서치센터

표3 호텔신라 분기별 실적 추이 및 전망

(십억원)	2016	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17P	2017P	1Q18E	2Q18E	3Q18E	4Q18E	2018E
<b>매출액</b>	<b>3,715.3</b>	<b>1,021.1</b>	<b>899.7</b>	<b>1,067.2</b>	<b>1,023.4</b>	<b>4,011.5</b>	<b>1,189.5</b>	<b>1,075.5</b>	<b>1,272.7</b>	<b>1,218.8</b>	<b>4,756.5</b>
증가율 (% YoY)	14.3	14.9	-5.7	13.8	9.5	8.0	16.5	19.5	19.3	19.1	18.6
TR	3,325.7	925.2	790.0	949.2	907.5	3,571.9	1,082.3	954.7	1,141.3	1,091.2	4,269.5
시내점	2,068.3	602.5	481.9	617.8	590.4	2,292.6	662.8	554.2	710.5	679.0	2,606.4
공항점	1,257.4	322.7	308.1	331.4	317.1	1,279.3	419.5	400.5	430.8	412.2	1,663.1
호텔&레저	389.6	95.9	109.7	118.0	115.9	439.5	107.2	120.8	131.5	127.6	487.1
서울	143.6	30.1	37.3	36.9	40.9	145.2	30.7	37.7	37.6	41.3	147.3
제주	76.6	16.1	19.9	23.5	16.9	76.4	16.9	21.3	25.9	17.7	81.8
기타	96.2	24.4	28.8	34.5	35.0	122.7	30.5	34.6	41.4	42.0	148.5
레저	73.2	25.3	23.7	23.1	23.1	95.2	29.1	27.3	26.6	26.6	109.5
증가율 (% YoY)											
TR	14.0	15.2	-7.9	14.5	8.6	7.4	17.0	20.9	20.2	20.2	19.5
시내점	28.9	23.7	-10.5	19.2	12.5	10.8	10.0	15.0	15.0	15.0	13.7
공항점	-4.3	2.1	-3.6	6.6	2.0	1.7	30.0	30.0	30.0	30.0	30.0
호텔&레저	16.8	11.8	13.8	8.9	17.1	12.8	11.8	10.1	11.4	10.1	10.8
서울	4.4	-0.7	-2.9	0.8	6.8	1.1	2.0	1.0	2.0	1.0	1.5
제주	7.4	9.5	4.7	-6.4	-5.1	-0.3	5.0	7.0	10.0	5.0	7.1
기타	80.1	18.4	34.0	24.5	32.6	27.5	25.0	20.0	20.0	20.0	21.0
레저	2.7	25.2	35.4	21.6	40.0	30.1	15.0	15.0	15.0	15.0	15.0
비중 (%)											
TR	89.5	90.6	87.8	88.9	88.7	89.0	91.0	88.8	89.7	89.5	89.8
시내점	55.7	59.0	53.6	57.9	57.7	57.2	55.7	51.5	55.8	55.7	54.8
공항점	33.8	31.6	34.2	31.1	31.0	31.9	35.3	37.2	33.8	33.8	35.0
호텔&레저	10.5	9.4	12.2	11.1	11.3	11.0	9.0	11.2	10.3	10.5	10.2
서울	3.9	2.9	4.1	3.5	4.0	3.6	2.6	3.5	3.0	3.4	3.1
제주	2.1	1.6	2.2	2.2	1.7	1.9	1.4	2.0	2.0	1.5	1.7
기타	2.6	2.4	3.2	3.2	3.4	3.1	2.6	3.2	3.3	3.4	3.1
레저	2.0	2.5	2.6	2.2	2.3	2.4	2.4	2.5	2.1	2.2	2.3
<b>매출원가</b>	<b>2,039.5</b>	<b>590.4</b>	<b>513.6</b>	<b>620.5</b>	<b>603.8</b>	<b>2,328.4</b>	<b>713.7</b>	<b>618.4</b>	<b>738.2</b>	<b>703.3</b>	<b>2,773.5</b>
증가율 (% YoY)	15.7	24.5	-2.1	18.3	17.1	14.2	20.9	20.4	19.0	16.5	19.1
매출원가율 (%)	54.9	57.8	57.1	58.1	59.0	58.0	60.0	57.5	58.0	57.7	58.3
<b>매출총이익</b>	<b>1,675.8</b>	<b>430.7</b>	<b>386.1</b>	<b>446.7</b>	<b>419.6</b>	<b>1,683.1</b>	<b>475.8</b>	<b>457.1</b>	<b>534.6</b>	<b>515.6</b>	<b>1,983.0</b>
증가율 (% YoY)	12.5	3.9	-10.1	8.1	0.2	0.4	10.5	18.4	19.7	22.9	17.8
매출총이익률 (%)	45.1	42.2	42.9	41.9	41.0	42.0	40.0	42.5	42.0	42.3	41.7
<b>판관비</b>	<b>1,596.8</b>	<b>420.7</b>	<b>368.9</b>	<b>416.4</b>	<b>404.1</b>	<b>1,610.0</b>	<b>459.6</b>	<b>418.9</b>	<b>478.9</b>	<b>467.7</b>	<b>1,825.1</b>
증가율 (% YoY)	13.1	6.4	-10.2	7.4	0.2	0.8	9.2	13.6	15.0	15.7	13.4
판관비율 (%)	43.0	41.2	41.0	39.0	39.5	40.1	38.6	39.0	37.6	38.4	38.4
<b>영업이익</b>	<b>79.0</b>	<b>10.0</b>	<b>17.3</b>	<b>30.3</b>	<b>15.5</b>	<b>73.1</b>	<b>16.1</b>	<b>38.2</b>	<b>55.6</b>	<b>47.9</b>	<b>157.9</b>
증가율 (% YoY)	2.3	-48.2	-7.9	19.8	-0.6	-7.5	61.7	121.2	83.6	208.6	116.0
영업이익률 (%)	2.1	1.0	1.9	2.8	1.5	1.8	1.4	3.5	4.4	3.9	3.3
TR	79.0	16.9	8.2	23.5	9.9	58.5	15.2	27.7	45.7	38.2	126.7
증가율 (% YoY)	-13.2	-39.2	-46.8	27.0	-42.8	-25.9	-10.3	237.6	94.3	285.8	116.5
영업이익률 (%)	2.4	1.8	1.0	2.5	1.1	1.6	1.4	2.9	4.0	3.5	3.0
호텔&레저	-0.1	-6.9	9.1	6.8	5.6	14.6	1.0	10.5	10.0	9.7	31.2
증가율 (% YoY)	적지	적지	175.8	0.0	흑전	흑전	흑전	15.3	46.8	72.7	113.2
영업이익률 (%)	0.0	-7.2	8.3	5.8	4.8	3.3	0.9	8.7	7.6	7.6	6.4

자료: 호텔신라, 메리츠종금증권 리서치센터

## 호텔신라 (008770)

## Income Statement

(십억원)	2016	2017P	2018E	2019E	2020E
매출액	3,715.3	4,011.5	4,756.5	5,470.0	6,017.0
매출액증가율 (%)	14.3	8.0	18.6	15.0	10.0
매출원가	2,039.5	2,328.4	2,773.5	3,172.6	3,459.8
매출총이익	1,675.8	1,683.1	1,983.0	2,297.4	2,557.2
판매관리비	1,596.8	1,610.0	1,825.1	2,111.4	2,298.5
영업이익	79.0	73.1	157.9	186.0	258.7
영업이익률	2.1	1.8	3.3	3.4	4.3
금융손익	-10.7	-14.0	-12.2	-10.3	-6.6
중속/관계기업손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	-15.8	-14.5	-10.0	-5.0	-5.0
세전계속사업이익	52.4	44.6	135.7	170.7	247.1
법인세비용	24.6	19.4	40.7	51.2	85.2
당기순이익	27.8	25.2	95.0	119.5	161.9
지배주주지분 순이익	27.8	25.2	95.0	119.5	161.9

## Statement of Cash Flow

(십억원)	2016	2017P	2018E	2019E	2020E
영업활동 현금흐름	120.8	152.2	199.4	224.9	254.2
당기순이익(손실)	27.8	25.2	95.0	119.5	161.9
유형자산상각비	60.5	61.0	63.1	65.0	64.4
무형자산상각비	14.0	17.8	11.2	7.1	4.5
운전자본의 증감	-22.7	15.8	-5.3	-1.9	-9.5
투자활동 현금흐름	148.1	-66.3	-120.9	-119.2	-90.1
유형자산의증가(CAPEX)	-66.8	-50.0	-80.0	-80.0	-60.0
투자자산의감소(증가)	179.5	-16.2	-40.8	-39.1	-30.0
재무활동 현금흐름	-245.1	59.3	-3.8	-103.6	-101.4
차입금의 증감	-106.7	105.0	45.0	-55.0	-55.0
자본의 증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	20.8	145.2	74.7	2.2	62.8
기초현금	325.8	346.7	491.8	566.6	568.7
기말현금	346.7	491.8	566.6	568.7	631.5

## Balance Sheet

(십억원)	2016	2017P	2018E	2019E	2020E
유동자산	1,079.1	1,253.5	1,458.6	1,582.4	1,746.6
현금및현금성자산	346.7	491.8	566.6	568.7	631.5
매출채권	117.9	98.5	105.7	109.4	120.3
재고자산	471.3	508.5	603.0	693.4	762.7
비유동자산	961.8	949.3	995.8	1,042.8	1,063.9
유형자산	706.9	696.0	712.9	727.9	723.5
무형자산	48.2	30.3	19.1	12.0	7.6
투자자산	203.5	219.7	260.5	299.6	329.6
자산총계	2,041.0	2,202.7	2,454.4	2,625.2	2,810.5
유동부채	739.9	786.6	898.4	1,005.2	1,086.0
매입채무	205.7	216.9	257.2	295.7	325.3
단기차입금	52.7	57.7	52.7	47.7	42.7
유동성장기부채	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
비유동부채	639.5	742.7	800.9	758.7	714.6
사채	598.9	698.9	748.9	698.9	648.9
장기차입금	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
부채총계	1,379.4	1,529.3	1,699.2	1,763.9	1,800.6
자본금	200.0	200.0	200.0	200.0	200.0
자본잉여금	196.6	196.6	196.6	196.6	196.6
기타포괄이익누계액	-1.8	-1.8	-1.8	-1.8	-1.8
이익잉여금	371.3	383.2	464.9	571.1	719.7
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	661.5	673.5	755.1	861.3	1,009.9

## Key Financial Data

	2016	2017P	2018E	2019E	2020E
주당데이터(원)					
SPS	94,662	102,208	121,191	139,369	153,306
EPS(지배주주)	702	634	2,412	3,037	4,117
CFPS	4,246	3,500	5,660	6,446	8,219
EBITDAPS	3,910	3,869	5,915	6,574	8,347
BPS	16,539	16,836	18,878	21,533	25,248
DPS	350	350	350	350	350
배당수익률(%)	0.7	0.4	0.4	0.4	0.4
Valuation(Multiple)					
PER	68.6	149.1	39.2	31.2	23.0
PCR	11.3	27.0	16.7	14.7	11.5
PSR	0.5	0.9	0.8	0.7	0.6
PBR	2.9	5.6	5.0	4.4	3.7
EBITDA	153.5	151.9	232.2	258.0	327.6
EV/EBITDA	15.1	27.1	17.6	15.6	11.9
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	4.0	3.8	13.3	14.8	17.3
EBITDA 이익률	4.1	3.8	4.9	4.7	5.4
부채비율	208.5	227.1	225.0	204.8	178.3
금융비용부담률	0.9	0.8	0.7	0.6	0.5
이자보상배율(x)	2.4	2.3	4.4	5.3	7.8
매출채권회전율(x)	40.7	37.1	46.6	50.9	52.4
재고자산회전율(x)	7.9	8.2	8.6	8.4	8.3

## Compliance Notice

동 자료는 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 2018년 1월 26일 현재 동 자료에 언급된 종목을 유가증권(DR, CB, IPO, 시장조성 등) 발행 관련하여 지난 6개월 간 중간사로 참여하지 않았습니다. 당사는 2018년 1월 26일 현재 동 자료에 언급된 종목을 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다. 당사의 조사분석 담당자는 2018년 1월 26일 현재 동 자료에 언급된 종목을 지분을 보유하고 있지 않습니다. 본 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다. (작성자:양지혜,윤보미)

동 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 동 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 동 자료를 이용하시는분은 동 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.

## 투자등급 관련사항 (2016년 11월 7일부터 기준 변경 시행)

기업	향후 12개월간 추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미	
추천기준일 직전 1개월간 종가대비 4등급	Buy	추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 +20% 이상
	Trading Buy	추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 +5% 이상 ~ +20% 미만
	Hold	추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 -20% 이상 ~ +5% 미만
	Sell	추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 -20% 미만
산업	시가총액기준 산업별 시장비중 대비 보유비중의 변화를 추천	
추천기준일 시장지수대비 3등급	Overweight (비중확대)	
	Neutral (중립)	
	Underweight (비중축소)	

## 투자의견 비율

투자의견	비율
매수	96.1%
중립	3.9%
매도	0.0%

2017년 12월 31일 기준으로  
최근 1년간 금융투자상품에 대하여  
공표한 최근일 투자등급의 비율

## 호텔신라 (008770) 투자등급변경 내용

\* 적정가격 대상시장: 1년

추천 확정일자	자료 형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	과리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
2016.12.04		1년 경과		담당자 변경	-67.8	-59.6	
2017.09.18	산업분석	Trading Buy	68,000	양지혜	-12.3	3.1	
2017.10.30	기업브리프	Trading Buy	78,000	양지혜	4.5	10.9	
2017.11.27	산업분석	Buy	110,000	양지혜	-21.1	-12.2	
2018.01.22	산업브리프	Buy	110,000	양지혜	-20.2	-11.8	
2018.01.26	기업브리프	Buy	110,000	양지혜	-	-	