

# 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	32,890 억원
주요주주	
삼성생명보험(주)(외4)	17.24%
국민연금공단	13.47%
외국인지분률	28.30%
배당수익률	0.40%

## Stock Data

주가(18/02/27)	83,000 원
KOSPI	2456.14 pt
52주 Beta	1.16
52주 최고가	97,100 원
52주 최저가	43,750 원
60일 평균 거래대금	386 억원

## 주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	-13.6%	-9.5%
6개월	29.5%	25.3%
12개월	61.2%	37.3%

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

## 주가 조정은 가파른 실적 개선을 매수할 절호의 기회

1월 한국 면세점 매출은 1조 3,800 억원으로 전년 동기 대비 42.4% 증가. 전년도 설날 및 춘절 연휴가 1월 27일부터 1월의 기저가 높았다는 점을 고려하면 놀라운 수준. 당사는 최근의 면세점 매출 호조가 중국인의 구매력 개선에 따른 것으로 평가. 그에 따른 가장 큰 수혜는 국내뿐만 아니라 해외에서도 대규모 면세점을 운영하고 있는 호텔신라가 누릴 것으로 판단. 최근 주가 조정을 저가 매수 기회로 활용할 것을 적극적으로 권함.

## 1월 한국 면세점 시장, 고성장 지속: 중국인의 구매력 확대가 주요 원인

1월 한국 면세점 매출은 1조 3,800 억원으로 전년 동기 대비 42.4% 증가. 전년도 설날 및 춘절 연휴가 1월 27일부터, 1월의 기저가 높았다는 점을 고려하면 놀라운 수준. 일부에서는 1월의 면세점 매출 급증을 2월 발렌타인데이 수요에 대비한 중국의 선구매 수요로 해석하고 있으나, 당사는 중국의 소비에 보다 근본적인 변화가 나타나고 있는 것으로 판단. 2017년부터 강세가 이어지고 있는 중국의 위안화가 중국인들의 구매력을 확대하고 있는 것으로 평가. 위안의 강세가 강화된 2017년 하반기부터 주요 아시아 국가로 입국하는 중국인 수가 증가하고 있으며 한국의 면세점 매출 역시 하반기부터 성장률이 다시 확대되고 있음.

## 중국인의 구매력 확대에 따른 변화라면 가장 큰 수혜는 호텔신라

당사는 최근의 면세점 매출 호조를 중국인의 구매력 개선에 기인한 것으로 평가하며 그에 따른 가장 큰 수혜는 호텔신라가 누릴 것으로 판단. 호텔신라는 국내의 사업장뿐만 아니라 싱가포르 공항, 홍콩 공항을 비롯하여 태국과 일본의 시내 면세점을 운영 중. 이들 사업장 대부분이 중국인 관광객을 주요 고객으로 운영되고 있음. 중국인의 전반적인 구매력 확대는 동사의 모든 사업장의 실적 개선을 이끌 것으로 전망.

여기에 더욱 주목할 것은 동사가 대부분의 사업장에서 향수/화장품 판매에 역량을 집중하고 있다는 점. 매출 확대에 따른 매입협상력이 향수/화장품으로 집중되기 때문에 동사의 구매협상력은 절대적으로 높아질 것. 이에 따른 수익성 개선이 동사의 실적 개선 강도를 이전보다 현저히 높일 전망. 동사는 싱가포르와 홍콩 공항에서 향수/화장품 독점 사업자임. 인천공항에서도 1청사와 2청사에서 향수/화장품 매장을 운영하고 있음. 최근 주가 조정은 가파른 실적 개선을 매수할 절호의 기회. 목표주가 125,000 원과 투자의견 매수 유지.

## 영업실적 및 투자지표

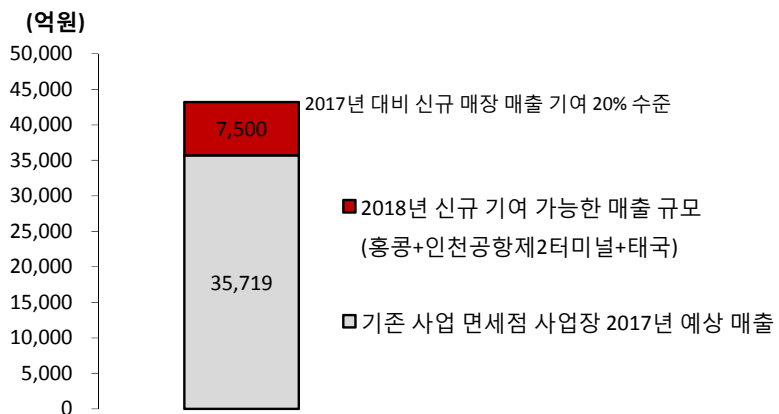
구분	단위	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	억원	29,090	32,517	37,153	40,346	54,454	66,300
yoy	%	26.6	11.8	14.3	8.6	35.0	21.8
영업이익	억원	1,390	772	790	731	1,553	2,773
yoy	%	60.6	-44.5	2.4	-7.5	112.6	78.5
EBITDA	억원	2,028	1,512	1,535	1,446	2,185	3,315
세전이익	억원	1,138	440	524	448	1,369	2,503
순이익(지배주주)	억원	735	185	278	253	1,037	1,897
영업이익률%	%	4.8	2.4	2.1	1.8	2.9	4.2
EBITDA%	%	7.0	4.7	4.1	3.6	4.0	5.0
순이익률	%	2.5	0.6	0.8	0.6	1.9	2.9
EPS	원	1,837	462	696	632	2,593	4,742
PER	배	49.8	167.3	69.2	134.3	32.3	17.7
PBR	배	5.0	4.2	2.9	5.0	4.3	3.5
EV/EBITDA	배	20.1	24.0	15.2	26.1	16.8	10.5
ROE	%	10.4	2.5	4.0	3.8	14.3	22.0
순차입금	억원	4,114	5,318	4,044	3,997	3,447	1,734
부채비율	%	161.3	192.6	208.5	231.9	237.6	211.9

## 호텔신라 면세점 사업장 현황

	지분율	오픈시기	전년도 매출 혹은 초년도 매출 예상	비고
<b>해외 면세점</b>				
싱가폴 (항수/화장품 독점)	100%	2013년	5,000억원 (2016년 매출)	계약기간 2019년까지 큰 문제가 없으면 한 번 정도 연장(2026년까지 연장 예상)
홍콩 (항수/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
<b>국내 면세점</b>				
시내면세점	사업부		2조원 (2016년 매출: 서울/제주/인터넷 매출 포함)	
<b>인천공항 면세점</b>				
T1	사업부	2008년	7,500억원 (2016년 매출)	
T2(항수/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)	

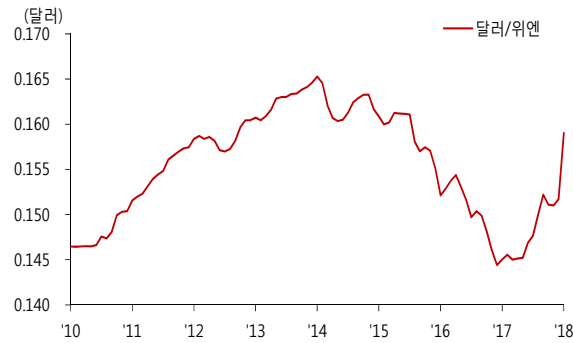
자료: 호텔신라 SK 증권 정리

## 호텔신라 면세점 2018년 매출이 성장할 수 밖에 없는 이유



자료: 호텔신라 SK 증권

### 위엔의 달러 가치 추이



자료: Bloomberg, SK 증권

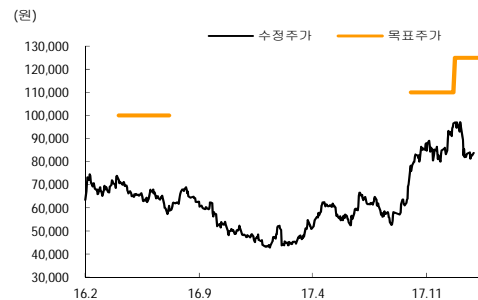
### 한국 면세점 매출 월별 yoy 성장률 추이

## 호텔신라 실적 전망 추이

	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18E	2Q18E	3Q18E	4Q18E	2013년	2014년	2015년	2016년	2017년E	2018년E	2019년E	2020년E
매출	10,211	8,997	10,672	10,465	12,654	12,280	14,958	14,562	22,970	28,795	31,805	36,777	40,345	54,454	66,300	78,940
면세유통	9,252	7,900	9,492	9,075	11,645	11,160	13,766	13,411	20,795	26,041	29,181	33,257	35,719	49,982	61,392	73,338
시내	6,025	4,819	6,178	5,904	7,700	6,807	8,760	8,363	11,520	15,127	16,043	20,683	22,926	31,631	38,203	44,644
공항(해외포함)	3,227	3,081	3,314	3,171	3,945	4,352	5,006	5,048	9,275	10,913	13,138	12,574	12,793	18,351	23,189	28,693
호텔레저	706	860	949	1,159	750	879	956	916	1,649	2,444	2,624	3,165	3,674	3,501	3,918	4,592
서울	301	373	369	409	325	403	399	442	736	1,424	1,376	1,436	1,452	1,568	1,694	1,829
제주	161	199	235	169	169	209	247	177	737	739	713	766	764	802	842	884
기타	244	288	345	350	256	267	311	297	176	281	535	963	1,227	1,131	1,382	1,879
생활레저	253	237	231	231	258	242	236	236	548	607	712	732	952	971	990	1,010
영업이익	100	173	303	155	321	272	484	476	867	1,395	771	789	731	1,553	2,773	3,997
면세유통	169	82	235	99	271	172	410	415	981	1,502	910	790	585	1,267	2,472	3,681
호텔레저	-69	91	68	56	50	100	75	62	-237	-205	-270	-1	146	287	301	316
2016년부터 생활레저 포함																
생활레저	0	0	0	0	0	0	0	0	122.74	105	131	0	0	0	0	0
영업이익률	1.0%	1.9%	2.8%	1.5%	2.5%	2.2%	3.2%	3.3%	3.8%	4.8%	2.4%	2.1%	1.8%	2.9%	4.2%	5.1%
면세유통	1.8%	1.0%	2.5%	1.1%	2.3%	1.5%	3.0%	3.1%	4.7%	5.8%	3.1%	2.4%	1.6%	2.5%	4.0%	5.0%
호텔레저	-9.8%	10.6%	7.2%	4.8%	6.7%	11.4%	7.8%	6.7%	-	-8.4%	-	0.0%	4.0%	8.2%	7.7%	6.9%
									14.4%		10.3%					
세전이익	53	71	205	119	281	228	436	423	161	1,143	439	522	447	1,369	2,503	3,601
세전이익률	0.5%	0.8%	1.9%	1.1%	2.2%	1.9%	2.9%	2.9%	0.7%	4.0%	1.4%	1.4%	1.1%	2.5%	3.8%	4.6%
당기순이익	57	30	126	70	213	173	331	321	109	740	184	278	283	1,037	1,897	2,730
지배주주순이익	57	30	126	70	213	173	331	321	109	740	184	278	283	1,037	1,897	2,730

자료: 호텔신라 SK 증권

일시	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가대비	최고(최저) 주가대비
2018.02.28	매수	125,000원	6개월		
2018.01.22	매수	125,000원	6개월	-28.86%	-22.32%
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	-42.78%	-21.70%



### 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 (2018 년 2 월 28 일 기준)

매수	89.19%	중립	10.81%	매도	0%
----	--------	----	--------	----	----

## 재무상태표

월 결산(억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>유동자산</b>	10,236	10,791	12,953	16,712	20,681
현금및현금성자산	3,258	3,467	4,751	5,301	7,014
매출채권및기타채권	1,376	1,842	2,062	2,870	3,437
재고자산	4,706	4,713	5,278	7,344	8,796
<b>비유동자산</b>	11,532	9,618	9,535	9,357	9,030
장기금융자산	652	683	766	766	766
유형자산	7,356	7,069	6,835	6,307	5,839
무형자산	300	482	387	277	196
<b>자산총계</b>	21,767	20,410	22,488	26,070	29,710
<b>유동부채</b>	5,828	7,399	8,846	11,412	13,217
단기금융부채	1,598	1,526	2,270	2,270	2,270
매입채무 및 기타채무	2,388	2,560	2,867	3,989	4,778
단기충당부채	32	57	63	80	93
<b>비유동부채</b>	8,499	6,395	6,865	6,935	6,966
장기금융부채	6,984	5,989	6,484	6,484	6,484
장기매입채무 및 기타채무	0	0	0	0	0
장기충당부채	0	0	0	0	0
<b>부채총계</b>	14,328	13,794	15,711	18,348	20,183
<b>지배주주지분</b>	7,439	6,615	6,776	7,722	9,527
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	3,830	4,735	6,499
비지배주주지분	0	0	0	0	0
<b>자본총계</b>	7,439	6,615	6,776	7,722	9,527
<b>부채외자본총계</b>	21,767	20,410	22,488	26,070	29,710

## 현금흐름표

월 결산(억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>영업활동현금흐름</b>	1,155	1,095	1,257	834	1,973
당기순이익(손실)	185	278	253	1,037	1,897
비현금성항목등	1,413	1,388	1,254	1,148	1,418
유형자산감가상각비	632	605	577	528	468
무형자산감가상각비	108	140	138	104	74
기타	181	105	121	31	141
운전자본감소(증가)	7	-291	-49	-1,013	-729
매출채권및기타채권의 감소(증가)	-132	-450	15	-807	-567
재고자산감소(증가)	218	-16	-576	-2,066	-1,452
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	34	33	418	1,122	789
기타	-114	142	94	738	502
법인세납부	-449	-280	-202	-338	-613
<b>투자활동현금흐름</b>	-1,999	1,507	-882	111	134
금융자산감소(증가)	-552	1,828	-491	0	0
유형자산감소(증가)	-1,061	-666	-424	0	0
무형자산감소(증가)	7	7	6	6	6
기타	-394	338	27	104	128
<b>재무활동현금흐름</b>	2,225	-2,363	916	-394	-394
단기금융부채증가(감소)	123	-983	-1,200	0	0
장기금융부채증가(감소)	2,491	0	2,491	0	0
자본의증가(감소)	0	-1,005	0	0	0
배당금의 지급	-138	-138	-133	-133	-133
기타	-250	-236	-242	-262	-262
<b>현금의 증가(감소)</b>	1,391	208	1,285	550	1,713
기초현금	1,867	3,258	3,467	4,751	5,301
기말현금	3,258	3,467	4,751	5,301	7,014
FCF	-591	2,282	437	860	1,979

자료 : 호텔신라, SK증권 추정

## 포괄손익계산서

월 결산(억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>매출액</b>	32,517	37,153	40,346	54,454	66,300
<b>매출원가</b>	0	0	0	0	0
<b>매출총이익</b>	32,517	37,153	40,346	54,454	66,300
매출총이익률 (%)	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
<b>판매비와관리비</b>	31,745	36,363	39,615	52,901	63,527
영업이익	772	790	731	1,553	2,773
영업이익률 (%)	24	2.1	1.8	2.9	4.2
비영업손익	-332	-265	-283	-185	-270
<b>순금융비용</b>	185	177	154	157	133
외환관련손익	-71	4	33	33	33
<b>관계기업투자등 관련손익</b>	-54	-111	-69	-30	-30
세전계속사업이익	440	524	448	1,369	2,503
세전계속사업이익률 (%)	1.4	1.4	1.1	2.5	3.8
계속사업법인세	255	246	195	331	606
<b>계속사업이익</b>	185	278	253	1,037	1,897
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	185	278	253	1,037	1,897
<b>순이익률 (%)</b>	0.6	0.8	0.6	1.9	2.9
<b>지배주주</b>	185	278	253	1,037	1,897
<b>지배주주귀속 순이익률(%)</b>	0.57	0.75	0.63	1.91	2.86
<b>비지배주주</b>	0	0	0	0	0
<b>총포괄이익</b>	278	319	294	1,078	1,938
<b>지배주주</b>	278	319	294	1,078	1,938
<b>비지배주주</b>	0	0	0	0	0
EBITDA	1,512	1,535	1,446	2,185	3,315

## 주요투자지표

월 결산(억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>성장성 (%)</b>					
매출액	11.8	14.3	8.6	35.0	21.8
영업이익	-44.5	2.4	-7.5	112.6	78.5
세전계속사업이익	-61.3	19.2	-14.6	205.8	82.9
EBITDA	-25.5	1.5	-5.8	51.1	51.7
EPS(계속사업)	-74.9	50.6	-9.1	310.3	82.9
<b>수익성 (%)</b>					
ROE	2.5	4.0	3.8	14.3	22.0
ROA	0.9	1.3	1.2	4.3	6.8
EBITDA마진	4.7	4.1	3.6	4.0	5.0
<b>안정성 (%)</b>					
유동비율	175.6	145.8	146.4	146.4	156.5
부채비율	192.6	208.5	231.9	237.6	211.9
순차입금/자기자본	71.5	61.1	59.0	44.6	18.2
EBITDA/이자비용(배)	5.0	4.7	5.9	8.4	12.7
<b>주당지표 (원)</b>					
EPS(계속사업)	462	696	632	2,593	4,742
BPS	18,599	16,539	16,941	19,305	23,817
CFPS	2,312	2,558	2,420	4,173	6,097
주당 현금배당금	350	350	350	350	350
<b>Valuation지표 (배)</b>					
PER(최고)	298.7	112.8	140.8	37.4	20.5
PER(최저)	167.3	68.0	67.7	31.4	17.1
PBR(최고)	7.4	4.8	5.3	5.0	4.1
PBR(최저)	4.2	2.9	2.5	4.2	3.4
PCR	33.4	18.8	35.1	20.1	13.7
EV/EBITDA(최고)	39.9	23.0	27.3	19.2	12.1
EV/EBITDA(최저)	24.0	15.0	14.6	16.4	10.2