



하나금융그룹

2018년 4월 30일 | Equity Research

호텔신라(008770)

1QRe: 2분기는 더 크다

1분기 영업이익 YoY 330% 증가

1분기 연결 매출과 영업이익은 각각 전년 동기대비 28.1%, 329.5% 증가한 1조 1,255억원과 429억원으로 시장기대치 (OP 210억원)를 크게 상회했다. 중국 인바운드 회복 등으로 시내면세점 매출이 YoY 22% 증가하면서 실적을 견인했다. 면세점 영업이익(476억원)은 YoY 182%나 증가했다. 홍콩공항과 인천공항 T2 오픈 비용에도 불구하고 인천공항 T1 임대료 및 시내점 알선수수료율 하락(11.9%, YoY -3%p, QoQ -0.2%p)으로 영업이익률은 3.8%(YoY +2.7%p)까지 상승했다.

3월 면세점 판매 실적 서프라이즈 의미

3월 국내 면세점 판매 실적은 서프라이즈한 수준이었다. 전체 매출은 전년 동월대비 67%(인원 8.5%+ARPU 54%) 증가했다. 내국인 매출이 YoY 11%(인원 -1%+ARPU 12%), 외국인 매출이 YoY 90%(인원 28%+ARPU 49%) 증가했다. 1) 외국인 트래픽이 13개월 만에 YoY (+) 전환했고, 무엇보다 2) 외국인 ARPU가 높은 상승세를 지속했다는 데 의미가 있다. 파이공트래픽이 계속 증가하고 있다는 증거다. 3) 내국인 ARPU도 상승했다. 인천공항 T2 터미널 오픈으로 혼잡비용이 감소하면서 인당 구매액이 증가한 것으로 유추해볼 수 있다. 이러한 흐름이 2분기에도 지속될 경우 실적 추정치 상향 조정 가능성이 커진다. 2분기 영업이익은 550억원(YoY 216%) 수준으로 추정한다.

목표주가 12→14만원, 투자의견 '매수' 유지

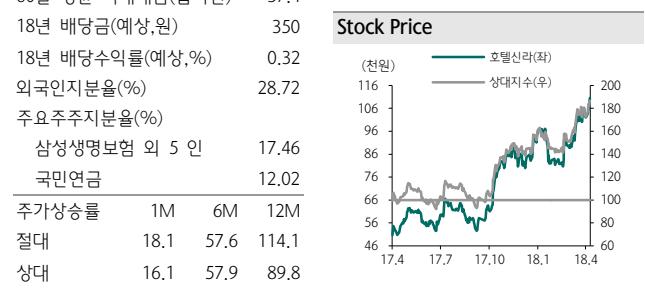
실적 추정치 상향 조정으로 목표주가를 14만원으로 올린다. 14만원은 12MF PER 33배로 2020년 예상 EPS에 PER 25배를 적용한 후 연 10%로 현재가치 할인한 수치다. 중국 인바운드 회복과 사업규모 확대로 2020년 영업이익은 3,540억원 규모까지 확대될 전망이다. 2017~20년까지 연평균 108%의 높은 EPS 상승 가능성을 감안하면 무리한 밸류에이션은 아니다. 현재 주가는 12MF PER 26.6배다. 실적 추정치 상향 조정으로 밸류에이션 부담이 낮아졌다. 비중확대가 유효하다.

Earnings Review

BUY

ITP(12M): 140,000원(상향) ICP(4월 27일): 110,500원

Key Data	Consensus Data	
	2018	2019
KOSPI 지수 (pt)	2,492.40	
52주 최고/최저(원)	110,500/5 0,800	
시가총액(십억원)	4,336.9	
시가총액비중(%)	0.36	
발행주식수(천주)	39,248.1	
60일 평균 거래량(천주)	397.6	
60일 평균 거래대금(십억원)	37.4	
18년 배당금(예상,원)	350	
18년 배당수익률(예상,%)	0.32	
외국인지분율(%)	28.72	
주요주주지분율(%)		
삼성생명보험 외 5 인	17.46	
국민연금	12.02	
주가상승률	1M 6M 12M	
절대	18.1 57.6 114.1	
상대	16.1 57.9 89.8	



Financial Data

투자지표	단위	2016	2017	2018F	2019F	2020F
매출액	십억원	3,715.3	4,011.5	4,578.1	5,059.2	5,525.3
영업이익	십억원	79.0	73.1	210.3	284.7	353.7
세전이익	십억원	52.4	44.7	184.5	261.2	332.4
순이익	십억원	27.8	25.3	138.4	197.2	252.6
EPS	원	696	632	3,460	4,931	6,315
증감률	%	50.6	(9.2)	447.5	42.5	28.1
PER	배	69.20	134.31	31.94	22.41	17.50
PBR	배	2.51	4.40	4.93	4.09	3.35
EV/EBITDA	배	15.10	26.04	17.00	13.07	10.42
ROE	%	3.96	3.81	18.96	22.30	23.04
BPS	원	19,150	19,299	22,427	27,025	33,008
DPS	원	350	350	350	350	350



Analyst 박종대
02-3771-8544
forsword@hanafn.com

RA 배송이
02-3771-7520
songi0703@hanafn.com

하나금융투자

**1분기 연결 매출과 영업이익은
각각 전년 동기대비 28%, 330%
증가한 1조 1,255억원과 429억원으로
어닝서프라이즈 기록**

표 1. 호텔신라 분기 실적 전망 (K-IFRS 연결)

(단위: 십억원)

	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	2017년	1Q18	2Q18F	3Q18F	4Q18F	2018년
매출	879	800	942	892	3,513	1,126	1,124	1,196	1,133	4,578
면세점	783	691	824	776	3,074	1,014	1,006	1,069	1,014	4,102
호텔	71	86	95	93	344	82	93	102	95	373
생활레저	25	24	23	23	95	29	25	24	24	103
영업이익	10	17	30	16	73	43	55	66	47	210
면세점	17	8	24	10	59	48	44	57	41	190
호텔	(13)	3	0	(1)	(11)	(11)	4	2	(0)	(6)
생활레저	6	7	7	6	25	7	7	7	6	27
세전이익	5	7	21	12	45	42	48	59	36	185
순이익	3	3	13	7	25	32	36	43	27	138
영업이익률(%)	1.1	2.2	3.2	1.7	2.1	3.8	4.9	5.5	4.1	4.6
세전이익률(%)	0.6	0.9	2.2	1.3	1.3	3.7	4.3	4.9	3.2	4.0
순이익률(%)	0.3	0.4	1.3	0.8	0.7	2.8	3.2	3.6	2.4	3.0

주: 2017년 연간 및 분기 실적은 IFRS15 적용 가정 추정치

자료: 호텔신라, 하나금융투자

**12MF PER 26.6배, 실적 추정치 상향
조정으로 밸류에이션 부담 완화
비중확대 유효**

표 2. 호텔신라 연간 실적 전망 및 Valuation (K-IFRS 연결)

(단위: 십억원)

	2016	2017	2018F	2019F	2020F
매출	3,715	3,513	4,578	5,059	5,525
면세점	3,326	3,074	4,102	4,548	4,976
호텔	316	344	373	404	439
생활레저	73	95	103	107	110
영업이익	79	73	210	285	354
면세점	79	59	190	261	321
호텔	(13)	(11)	(6)	(4)	4
생활레저	13	25	27	28	29
세전이익	52	45	185	261	332
순이익	28	25	138	197	253
지배순이익	28	25	138	197	253
적정시가총액	4,313	4,745	5,219	5,741	6,315
주식수(천주)	39,248	39,248	39,248	39,248	39,248
적정주가(원)	109,896	120,886	132,975	146,272	160,899
적정PER(배)	155.0	187.6	37.7	29.1	25.0
EPS(원)	709	644	3,526	5,025	6,436
영업이익률(%)	2.1	2.1	4.6	5.6	6.4
매출 (YoY, %)	14.3	(5.4)	30.3	10.5	9.2
영업이익 (YoY, %)	2.4	(7.4)	187.8	35.3	24.2
순이익 (YoY, %)	50.6	(9.1)	447.4	42.5	28.1

주: 2017년 실적은 IFRS15 적용 가정 추정치

자료: 호텔신라, 하나금융투자

추정 재무제표

손익계산서

	(단위: 십억원)				
	2016	2017	2018F	2019F	2020F
매출액	3,715.3	4,011.5	4,578.1	5,059.2	5,525.3
매출원가	2,039.5	2,362.9	2,563.7	2,822.0	3,069.8
매출총이익	1,675.8	1,648.6	2,014.4	2,237.2	2,455.5
판관비	1,596.8	1,575.6	1,804.0	1,952.5	2,101.8
영업이익	79.0	73.1	210.3	284.7	353.7
금융순익	(10.7)	(14.8)	(13.6)	(12.5)	(11.4)
종속/관계기업손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	(15.8)	(13.5)	(12.1)	(10.9)	(9.8)
세전이익	52.4	44.7	184.5	261.2	332.4
법인세	24.6	19.5	46.1	64.0	79.8
계속사업이익	27.8	25.3	138.4	197.2	252.6
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	27.8	25.3	138.4	197.2	252.6
비지배주주지분 순이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
지배주주순이익	27.8	25.3	138.4	197.2	252.6
지배주주지분포괄이익	31.9	19.2	138.4	197.3	252.7
NOPAT	41.9	41.3	157.7	214.9	268.8
EBITDA	153.5	144.5	272.3	338.6	400.8
성장성(%)					
매출액증가율	14.3	8.0	14.1	10.5	9.2
NOPAT증가율	29.3	(1.4)	281.8	36.3	25.1
EBITDA증가율	1.5	(5.9)	88.4	24.3	18.4
영업이익증가율	2.3	(7.5)	187.7	35.4	24.2
(지배주주)순익증가율	50.3	(9.0)	447.0	42.5	28.1
EPS증가율	50.6	(9.2)	447.5	42.5	28.1
수익성(%)					
매출총이익률	45.1	41.1	44.0	44.2	44.4
EBITDA이익률	4.1	3.6	5.9	6.7	7.3
영업이익률	2.1	1.8	4.6	5.6	6.4
계속사업이익률	0.7	0.6	3.0	3.9	4.6

투자지표

	2016	2017	2018F	2019F	2020F
주당지표(원)					
EPS	696	632	3,460	4,931	6,315
BPS	19,150	19,299	22,427	27,025	33,008
CFPS	4,166	3,889	6,488	8,103	9,606
EBITDAPS	3,836	3,613	6,808	8,465	10,019
SPS	92,883	100,287	114,452	126,480	138,132
DPS	350	350	350	350	350
주가지표(배)					
PER	69.2	134.3	31.9	22.4	17.5
PBR	2.5	4.4	4.9	4.1	3.3
PCFR	11.6	21.8	17.0	13.6	11.5
EV/EBITDA	15.1	26.0	17.0	13.1	10.4
PSR	0.5	0.8	1.0	0.9	0.8
재무비율(%)					
ROE	4.0	3.8	19.0	22.3	23.0
ROA	1.3	1.2	6.1	8.2	9.4
ROIC	4.3	4.8	20.2	29.4	39.1
부채비율	208.5	236.7	186.6	160.0	135.2
순부채비율	61.1	58.7	31.3	4.9	(16.7)
이자보상배율(배)	2.4	3.3	9.9	15.3	19.0

자료: 하나금융투자

대차대조표

	2016	2017	2018F	2019F	2020F
유동자산	1,079.1	1,198.4	1,243.6	1,530.8	1,865.0
금융자산	347.3	478.2	421.7	622.5	873.1
현금성자산	346.7	474.4	417.4	617.7	867.8
매출채권 등	201.0	176.2	201.1	222.3	242.7
재고자산	471.3	499.8	570.4	630.3	688.4
기타유동자산	59.5	44.2	50.4	55.7	60.8
비유동자산	961.8	1,051.5	1,030.0	1,010.4	996.5
투자자산	203.5	286.4	326.8	361.2	394.5
금융자산	168.7	253.6	289.4	319.9	349.3
유형자산	706.9	693.1	641.3	595.2	554.1
무형자산	48.2	43.8	33.6	25.7	19.7
기타비유동자산	3.2	28.2	28.3	28.3	28.2
자산총계	2,041.0	2,249.9	2,273.6	2,541.2	2,861.6
유동부채	739.9	910.1	805.4	886.3	964.6
금융부채	152.6	221.6	21.6	21.6	21.6
매입채무 등	510.7	594.6	678.5	749.8	818.9
기타유동부채	76.6	93.9	105.3	114.9	124.1
비유동부채	639.5	671.7	674.9	677.7	680.4
금융부채	598.9	648.6	648.6	648.6	648.6
기타비유동부채	40.6	23.1	26.3	29.1	31.8
부채총계	1,379.4	1,581.8	1,480.3	1,564.0	1,645.0
지배주주지분	661.5	667.4	792.6	976.5	1,215.8
자본금	200.0	200.0	200.0	200.0	200.0
자본잉여금	196.6	196.6	196.6	196.6	196.6
자본조정	(104.5)	(104.5)	(104.5)	(104.5)	(104.5)
기타포괄이익누계액	(1.8)	(6.2)	(6.2)	(6.2)	(6.2)
이익잉여금	371.3	381.6	506.7	690.6	929.9
비지배주주지분	0.0	0.7	0.7	0.7	0.7
자본총계	661.5	668.1	793.3	977.2	1,216.5
순금융부채	404.3	391.9	248.5	47.6	(202.9)

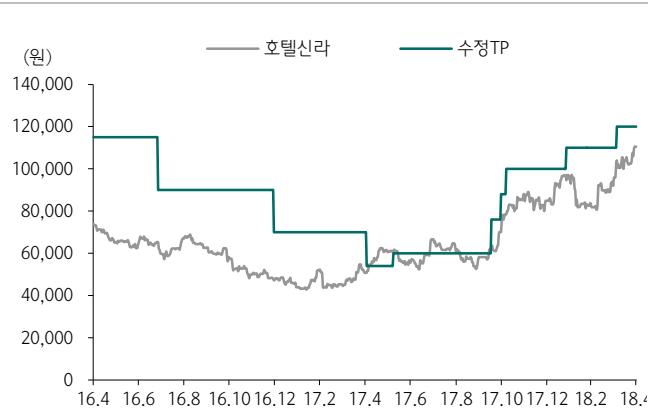
현금흐름표

	2016	2017	2018F	2019F	2020F
영업활동 현금흐름	120.8	207.2	218.5	267.0	315.6
당기순이익	27.8	25.3	138.4	197.2	252.6
조정	115.7	115.5	83.3	72.5	65.6
감가상각비	74.5	71.4	62.0	53.9	47.1
외환거래손익	0.8	0.4	0.0	0.0	0.0
지분법손익	11.1	8.0	0.0	0.0	0.0
기타	29.3	35.7	21.3	18.6	18.5
영업활동 변동	(22.7)	66.4	(3.2)	(2.7)	(2.6)
투자활동 현금흐름	148.1	(162.1)	(41.0)	(34.8)	(33.7)
투자자산감소(증가)	179.4	(82.9)	(40.4)	(34.3)	(33.3)
유형자산감소(증가)	(66.6)	(60.5)	0.0	0.0	0.0
기타	35.3	(18.7)	(0.6)	(0.5)	(0.4)
재무활동 현금흐름	(245.0)	85.3	(234.6)	(31.9)	(31.9)
금융부채증가(감소)	(106.7)	118.6	(200.0)	0.0	0.0
자본증가(감소)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	(124.5)	(20.0)	(21.3)	(18.6)	(18.6)
배당지급	(13.8)	(13.3)	(13.3)	(13.3)	(13.3)
현금의 증감	20.8	127.8	(57.1)	200.4	250.1
Unlevered CFO	166.6	155.6	259.5	324.1	384.3
Free Cash Flow	54.0	142.3	218.5	267.0	315.6



투자의견 변동 내역 및 목표주가 폴리울

호텔신라



날짜	투자의견	목표주가	폴리울	
			평균	최고/최저
18.4.29	BUY	140,000		
18.4.4	BUY	120,000	-13.24%	-7.92%
18.1.26	BUY	110,000	-19.66%	-7.27%
17.11.6	BUY	100,000	-13.67%	-3.00%
17.10.30	BUY	88,000	-12.23%	-10.91%
17.10.17	BUY	76,000	-15.67%	-7.76%
17.6.7	Neutral	60,000	-1.88%	11.00%
17.5.2	Neutral	54,000	9.92%	15.74%
16.12.28	BUY	70,000	-33.06%	-21.86%
16.7.25	BUY	90,000	-35.69%	-23.44%
16.5.2	BUY	115,000	-42.40%	-37.30%
16.1.4	BUY	165,000	-58.33%	-52.42%

투자등급 관련사항 및 투자의견 비율구성

- 투자의견의 유효기간은 추천일 이후 12개월을 기준으로 적용

기업의 분류

BUY(매수)_목표주가가 현주가 대비 15% 이상 상승 여력
Neutral(중립)_목표주가가 현주가 대비 -15%~15% 등락
Reduce(매도)_목표주가가 현주가 대비 -15% 이상 하락 가능

산업의 분류

Overweight(비중확대)_업종지수가 현재지수 대비 15% 이상 상승 여력
Neutral(중립)_업종지수가 현재지수 대비 -15%~15% 등락
Underweight(비중축소)_업종지수가 현재지수 대비 -15% 이상 하락 가능

투자등급	BUY(매수)	Neutral(중립)	Reduce(매도)	합계
금융투자상품의 비율	91.6%	7.8%	0.6%	100.0%

* 기준일: 2000년 0월 0일

Compliance Notice

- 본 자료를 작성한 애널리스트(박종대)는 자료의 작성과 관련하여 외부의 압력이나 부당한 간섭을 받지 않았으며, 본인의 의견을 정확하게 반영하여 신의성실하게 작성하였습니다
- 본 자료는 기관투자가 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다
- 당사는 2018년 04월 30일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다
- 본 자료를 작성한 애널리스트(박종대)는 2018년 04월 30일 현재 해당 회사의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다

본 조사자료는 고객의 투자에 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 어떠한 경우에도 무단 복제 및 배포 될 수 없습니다. 또한 본 자료에 수록된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보로 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.