

호텔신라 (008770)

호텔/레저



박성호

02 3770 5657
sungho.park@yuantakorea.com

투자 의견	Strong Buy (M)
목표주가	176,000원 (U)
현재주가 (4/27)	110,500원
상승여력	59%

시가총액	43,788억원
총발행주식수	40,000,000주
60일 평균 거래대금	374억원
60일 평균 거래량	397,621주
52주 고	110,500원
52주 저	50,800원
외인지분율	28.72%
주요주주	삼성생명보험 외 5 인 17.46%

주가수익률(%)	1개월	3개월	12개월
절대	18.1	13.9	114.1
상대	16.1	17.7	89.8
절대(달러환산)	17.4	12.6	124.8

국내 시내점 마진회복에 따른 실적 초강세

1Q18P Review 연결실적은 매출액 1.13조원(+28% YoY), 영업이익 442억원(+343% YoY), 당기순이익 317억원(+1074% YoY)을 기록해 영업이익 기준으로 컨센서스를 80% 가량 상회하는 어닝 서프라이즈 달성. 사업부문별 영업이익은 면세점 476억원(국내점 502억원, 창이점/홍콩점 -26억원), 호텔/레저 -34억원 기록

면세점 사업부 실적 특징은 **‘국내 시내점 마진회복에 따른 실적 초강세’**로 요약. 먼저, 국내점 실적(별도 기준)은 매출액 7,715억원(+20% YoY), 영업이익 502억원(+135% QoQ)으로 급증. 실적 세부내용은 다음과 같음: 1)국내 시내점 매출액은 5,814억원(+22% YoY)으로 증가. 1Q18 한국 시내면세점 산업 매출액은 33억달러(+42% YoY)로 증가. 주요 외국인 고객이 중국 관광객 → 타이공으로 대체되면서 전체 산업수요는 초강세를 보이고 있음. 2)국내 공항점 매출액은 1,901억원(+13% YoY)으로 증가. 1Q18 한국 공항면세점 산업매출액은 7억달러(+16% YoY)로 강세 시현. 1Q18 인천공항을 통한 출국자(내국인+외국인 합산)는 842만명(+9% YoY)으로 증가. 동사 공항점 적자는 YoY, QoQ로 축소. 3)**국내점 OPM은 6.5%(+3.8%p YoY, +3.6%p QoQ)으로 상승.** 국내점 마진개선은 공항점 적자축소 효과에도 일부 기인하지만, 대부분 시내점 마진 상승에 기인 추정. 1Q18 시내점 매출액 대비 알선료율 비율은 11.9%(-4.4%p YoY, -0.2%p QoQ)로 개선. **시내점 마진은 YoY 기준으로 알선료율 하락(중국 관광객 → 타이공), QoQ 기준으로 매출단의 할인효과 완화, 환율효과 소멸, 고정비 레버리지 효과 등으로 인해 개선된 것으로 추정.** 참고로, 동사는 1Q18 실적부터 K-IFRS 1115호 도입 기준의 면세점 매출 발표(과거 매출도 소급 적용) 기준 회계기준의 1Q18 국내점 OPM은 5.4%(+2.6%p YoY, +2.5%p QoQ). 4)창이공항점 및 홍콩공항점 합산실적(연결 자회사)은 매출액 2,422억원(+51% QoQ), 영업적자 26억원 기록. 홍콩공항점이 온기로營業을 한 첫분기 실적이 양호하단 점은 고무적

중국인 관광객 없이도 강한 실적 회복능력 입증 **동사에 대한 투자 의견 Strong Buy를 유지하며, 목표주가를 기존 15.1만원 → 17.6만원으로 상향 조정.** 신규 목표주가 17.6만원은 2019E EPS 7,325원에 Target PER 24배를 적용해 산출

1Q18 신라면세점의 실적을 통해 유추 가능한 점은 한국 주요 시내면세점들이 출혈경쟁을 멈추고 수익성 위주의 경영정책으로 전환했다는 점임. 신라의 국내 시내면세점은 2017년 매출액 2.3조원(기준 회계기준) 기록. 동 면세점의 외형이 매우 큰 관계로, 마진 회복국면에서의 이익 증폭효과에 주목해야 할 시점임. 특히, 1Q18 호실적은 중국 관광객 없이 타이공 효과만으로 달성한 실적인 점에 주목. 향후 중국인 관광객 귀환시, 신라면세점은 더욱 큰 이익증가 효과를 기대할 수 있음

Quarterly earning forecasts

(억원, %)

	1Q18E	전년동기대비	전분기대비	컨센서스	컨센서스대비
매출액	11,255	28.1	26.2	12,147	-7.3
영업이익	442	342.5	184.8	249	77.8
세전계속사업이익	415	683.1	249.3	183	126.9
지배순이익	317	1,074.0	352.0	132	141.2
영업이익률 (%)	3.9	+2.9 %pt	+2.4 %pt	2.0	+1.9 %pt
지배순이익률 (%)	2.8	+2.5 %pt	+2.1 %pt	1.1	+1.7 %pt

자료: 유안타증권

Forecasts and valuations (K-IFRS 연결)

(억원, 원, %, 배)

결산 (12월)	2016A	2017A	2018F	2019F
매출액	37,153	40,115	47,067	59,534
영업이익	790	731	2,230	4,001
지배순이익	278	253	1,543	2,878
PER	90.1	93.3	28.2	15.1
PBR	3.6	3.4	5.3	4.1
EV/EBITDA	19.0	19.1	16.3	9.8
ROE	4.0	3.8	21.3	31.7

자료: 유안타증권

[표 1] 1Q18P 연결 영업이익 442 억원 (+343% YoY)

(단위: 억원)

	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18P	2Q18E	3Q18E	4Q18E	1Q19E	2Q19E	3Q19E	4Q19E	2017	2018E	2019E
연결매출액	8,786	7,812	9,096	8,921	11,255	10,354	12,512	12,947	14,268	13,854	15,763	15,649	34,615	47,067	59,534
면세점	7,827	6,715	7,916	7,762	10,137	9,197	11,299	11,698	13,082	12,663	14,509	14,355	30,220	42,331	54,608
호텔/레저	959	1,097	1,180	1,159	1,118	1,157	1,213	1,249	1,185	1,191	1,255	1,295	4,395	4,736	4,926
연결영업이익	100	173	303	155	442	453	653	681	813	937	1,138	1,113	731	2,230	4,001
면세점	169	82	235	99	476	367	565	615	837	841	1,040	1,037	585	2,024	3,755
호텔/레저	-69	91	68	56	-34	86	88	66	-24	96	98	76	146	206	246
OPM	1.1%	2.2%	3.3%	1.7%	3.9%	4.4%	5.2%	5.3%	5.7%	6.8%	7.2%	7.1%	1.8%	4.7%	6.7%
면세점	2.2%	1.2%	3.0%	1.3%	4.7%	4.0%	5.0%	5.3%	6.4%	6.6%	7.2%	7.2%	1.6%	4.8%	6.9%
호텔/레저	-7.2%	8.3%	5.8%	4.8%	-3.0%	7.4%	7.3%	5.3%	-2.0%	8.1%	7.8%	5.9%	3.3%	4.3%	5.0%
연결순이익	27	30	126	70	317	299	452	474	573	673	824	808	253	1,543	2,878
NIM	0.3%	0.4%	1.4%	0.8%	2.8%	2.9%	3.6%	3.7%	4.0%	4.9%	5.2%	5.2%	0.6%	3.3%	4.8%
성장성(YoY)															
매출액	15%	-6%	14%	10%	28%	33%	38%	45%	27%	34%	26%	21%	8%	36%	26%
영업이익	-48%	-8%	20%	-1%	343%	162%	116%	339%	84%	107%	74%	63%	-7%	205%	79%
순이익	-79%	5%	17%	342%	1074%	907%	259%	575%	81%	125%	82%	71%	-9%	510%	87%

주: 1Q17 및 4Q17 매출액은 K-IFRS 1115 호 도입에 따른 면세점 매출변경분 소급 반영. 2Q17 및 3Q17 매출액은 면세점 매출변경분을 추정하여 소급 반영
 자료: 유안타증권 리서치센터

[표 2] 1Q18P 면세점 사업부 별도기준 영업이익 502 억원(+135% YoY)

(단위: 억원)

	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18P	2Q18E	3Q18E	4Q18E	1Q19E	2Q19E	3Q19E	4Q19E	2017	2018E	2019E
원/달러 평균환율(원)	1,153	1,130	1,132	1,105	1,072	1,058	1,058	1,058	1,058	1,058	1,058	1,058	-	-	-
(% QoQ)	-0.5	-2.0	0.2	-2.5	-2.9	-1.3	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	-	-	-
(% YoY)	-4.0	-2.9	1.1	-4.7	-7.0	-6.4	-6.6	-4.2	-1.3	0.0	0.0	0.0	-	-	-
매출액	6,450	5,403	6,608	6,159	7,715	6,710	8,745	9,075	10,588	10,101	11,877	11,652	24,620	32,244	44,218
시내점	4,765	3,983	5,099	4,752	5,814	5,221	7,165	7,565	8,618	8,537	10,219	10,068	18,599	25,765	37,442
공항점	1,685	1,420	1,509	1,407	1,901	1,489	1,579	1,509	1,969	1,563	1,658	1,585	6,021	6,479	6,776
영업이익	214	173	310	216	502	380	565	601	848	839	1,024	1,007	913	2,048	3,719
OPM(%)	2.7%	2.6%	3.8%	2.9%	6.5%	5.7%	6.5%	6.6%	8.0%	8.3%	8.6%	8.6%	3.0%	6.4%	8.4%
성장성(YoY)															
매출액	17%	-11%	15%	6%	20%	24%	32%	47%	37%	51%	36%	28%	6%	31%	37%
영업이익	-39%	-38%	11%	-14%	135%	120%	82%	178%	69%	121%	81%	68%	-21%	124%	82%

주: 인천공항 T2 면세점은 2018년 1월 개장. 제주공항 면세점은 2018년 3월 개장. 동 추정모델에는 제주공항 면세점 실적 미반영.

1Q17 및 4Q17 면세점 매출액은 K-IFRS 1115 호 도입에 따른 매출변경분 소급 반영. 2Q17 및 3Q17 매출액은 면세점 매출변경분을 추정하여 소급 반영
 자료: 유안타증권 리서치센터

[표 3] 신라면세점 시내점 매출액 및 알선수수료 추이

(단위: 억원)

	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18
시내점 매출액	3,614	4,058	4,052	4,122	4,765	3,983	5,099	4,752	5,814
알선료	508	629	598	614	779	495	592	574	689
알선료 비율	14.1%	15.5%	14.8%	14.9%	16.3%	12.4%	11.6%	12.1%	11.9%

주: 시내점 매출액은 K-IFRS 1115 호 도입에 따른 매출변경분 소급 반영

자료: 호텔신라, 유안타증권 리서치센터

[표 4] 1Q18P 창이공항 및 홍콩공항 면세점 영업이익 -26 억원(적지 YoY)

(단위: 억원)

	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18P	2Q18E	3Q18E	4Q18E	1Q19E	2Q19E	3Q19E	4Q19E	2017	2018E	2019E
매출액	1,376	1,311	1,433	1,602	2,422	2,487	2,555	2,624	2,495	2,562	2,631	2,702	5,600	10,087	10,390
영업이익	-45	-91	-75	-117	-26	-13	1	14	-11	2	16	30	-328	-24	36
OPM(%)	-3.3%	-6.9%	-5.2%	-7.3%	-1.1%	-0.5%	0.0%	0.5%	-0.5%	0.1%	0.6%	1.1%	-5.7%	-0.2%	0.4%

주: 동 실적은 연결 면세점 매출에서 별도 면세점 매출을 차감해 산출. 3Q17 스위트메이 사업철수. 2017년 10 월말 창이공항 제 4 터미널 면세점 개장. 2017년 12 월 홍콩공항 면세점 개장

1Q17 및 4Q17 면세점 매출액은 K-IFRS 1115 호 도입에 따른 매출변경분 소급 반영. 2Q17 및 3Q17 매출액은 면세점 매출변경분을 추정하여 소급 반영

자료: 유안타증권 리서치센터

[표 5] 1Q18P 호텔&레저 사업부 영업이익 -34 억원(적지 YoY)

(단위: 억원)

	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18P	2Q18E	3Q18E	4Q18E	1Q19E	2Q19E	3Q19E	4Q19E	2017	2018E	2019E
호텔객실이용률															
서울호텔	60%	66%	78%	79%	71%	66%	78%	75%	71%	66%	78%	75%	71%	73%	73%
제주호텔	85%	89%	87%	82%	90%	89%	87%	85%	90%	89%	87%	85%	86%	88%	88%
스테이	70%	71%	77%	77%	77%	77%	78%	78%	78%	80%	82%	81%	69%	78%	80%
매출액	959	1,097	1,080	1,159	1,118	1,157	1,213	1,249	1,185	1,191	1,255	1,295	4,295	4,736	4,926
서울호텔	301	373	369	409	340	374	433	467	368	374	433	467	1,452	1,613	1,641
제주호텔	161	199	235	169	164	182	233	186	160	182	233	186	764	765	762
신라스테이	215	210	238	334	287	224	297	337	316	246	327	371	856	1,145	1,260
기타	29	78	7	16	33	128	7	16	33	128	7	16	271	185	185
레저	253	237	231	231	294	249	243	243	309	261	255	255	952	1,028	1,079
영업이익	-69	91	68	56	-34	86	88	66	-24	96	98	76	146	206	246
OPM(%)	-7.2%	8.3%	6.3%	4.8%	-3.0%	7.4%	7.3%	5.3%	-2.0%	8.1%	7.8%	5.9%	3.4%	4.3%	5.0%

주: 1Q17 과 4Q17 신라스테이 매출액은 IR 자료를 참조해 변경

자료: 유안타증권 리서치센터

[표 6] 신라스테이 분기 실적 추이

		1Q15	2Q15	3Q15	4Q15	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17
점포수	(개)	3	4	6	7	8	8	9	9	9	11	11	11
매출액	(억원)	45	73	90	114	118	143	163	181	165	210	238	244
순이익	(억원)	-16	-2	-8	-3	-11	1	4	11	-2	12	19	19
순이익률	(%)	-35%	-3%	-9%	-3%	-9%	0%	2%	6%	-1%	6%	8%	8%
점포당 매출액	(억원)	15.0	18.3	15.0	16.2	14.7	17.9	18.2	20.1	18.3	19.1	21.6	22.2
점포당 순이익	(억원)	-5.2	-0.6	-1.4	-0.4	-1.4	0.1	0.4	1.2	-0.2	1.1	1.7	1.7

주: 신라스테이 매출액은 감사보고서 주석 기준

자료: 호텔신라, 유안타증권 리서치센터

[표 7] 호텔신라 연결 실적 추이 및 전망

(단위: 억원)

	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
연결매출액	8,748	12,132	14,614	17,984	22,196	22,971	29,091	32,517	37,157	40,115	47,067	59,534	65,918
면세점	6,583	9,812	12,019	15,018	19,018	20,865	26,124	29,182	33,261	35,719	42,331	54,608	60,866
호텔/레저	1,622	1,727	2,021	2,307	2,553	1,650	2,476	2,623	3,896	4,395	4,736	4,926	5,052
연결영업이익	531	541	845	975	1,293	867	1,389	772	790	731	2,230	4,001	4,956
면세점	486	388	642	651	1,036	964	1,489	910	790	585	2,024	3,755	4,679
호텔/레저	45	103	97	192	166	-214	-207	-270	-1	146	206	246	277
OPM	6.1%	4.5%	5.8%	5.4%	5.8%	3.8%	4.8%	2.4%	2.1%	1.8%	4.7%	6.7%	7.5%
면세점	7.4%	4.0%	5.3%	4.3%	5.4%	4.6%	5.7%	3.1%	2.4%	1.6%	4.8%	6.9%	7.7%
호텔/레저	2.8%	6.0%	4.8%	8.3%	6.5%	-13.0%	-8.4%	-10.3%	0.0%	3.3%	4.3%	5.0%	5.5%
연결순이익	249	315	514	561	1,010	108	735	185	278	253	1,543	2,878	3,690
NIM	2.9%	2.6%	3.5%	3.1%	4.5%	0.5%	2.5%	0.6%	0.7%	0.6%	3.3%	4.8%	5.6%
성장성(YoY)													
연결매출액	-	39%	20%	23%	23%	3%	27%	12%	14%	8%	17%	26%	11%
연결영업이익	-	2%	56%	15%	33%	-33%	60%	-44%	2%	-7%	205%	79%	24%
연결순이익	-	26%	63%	9%	80%	-89%	580%	-75%	51%	-9%	510%	87%	28%
[본사 면세점 실적]													
매출액	6,583	9,812	12,135	15,012	18,985	20,663	25,001	24,752	28,172	29,997	32,244	44,218	50,173
시내점	3,642	5,208	6,296	7,995	9,858	11,519	15,124	15,921	20,683	22,926	25,765	37,442	43,059
공항점	2,942	4,604	5,839	7,017	9,127	9,144	9,877	8,831	7,489	7,071	6,479	6,776	7,115
영업이익	486	388	634	653	1,039	995	1,861	1,464	1,158	913	2,048	3,719	4,552
OPM(%)	7.4%	4.0%	5.2%	4.3%	5.5%	4.8%	7.4%	5.9%	4.1%	3.0%	6.4%	8.4%	9.1%
[창이공항/홍콩공항/스윗메이 실적]													
매출액	-	-	-	-	-	-	1,123	4,430	5,089	5,722	10,087	10,390	10,693
영업이익	-	-	-	-	-	-	-372	-554	-368	-328	-24	36	127
OPM(%)	-	-	-	-	-	-	-33.1%	-12.5%	-7.2%	-5.7%	-0.2%	0.4%	1.2%
[호텔/레저 실적]													
매출액	2,165	2,320	2,376	2,631	2,912	2,159	3,083	3,335	3,896	4,295	4,736	4,926	5,052
서울호텔	1,198	1,258	1,408	1,579	1,629	736	1,426	1,376	1,436	1,452	1,613	1,641	1,641
제주호텔	383	423	493	590	682	737	739	713	766	764	765	762	762
신라스테이	-	-	-	-	-	-	64	322	606	856	1,145	1,260	1,386
호텔 기타	40	46	121	138	242	177	247	212	356	271	185	185	185
레저	543	593	354	324	359	509	607	712	732	952	1,028	1,079	1,079
영업이익	45	153	146	307	253	-97	-91	-139	-1	146	206	246	277
OPM(%)	2.1%	6.6%	6.1%	11.7%	8.7%	-4.5%	-3.0%	-4.2%	0.0%	3.4%	4.3%	5.0%	5.5%

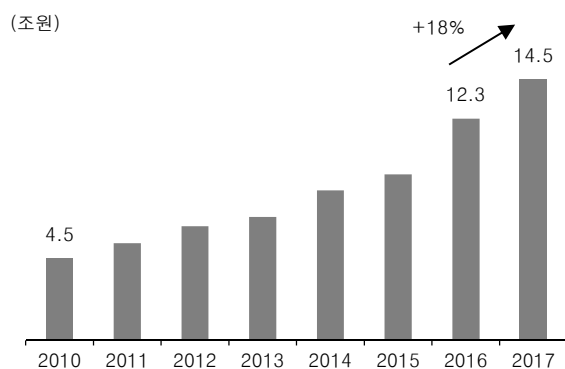
주: 2017년까지의 면세점 매출액은 기존 회계기준, 2018년부터 K-IFRS 1115 호 기준의 면세점 매출 사용. [표 1, 2, 4]의 2017년 면세점 매출액은 K-IFRS 1115 기준으로 추정된 수치임
 자료: 유안타증권 리서치센터

[표 8] 한국 면세점 산업 데이터 : 2017년 3월 이후, 타이공 매출이 중국 관광객 매출을 대체

	면세점 이용객(만명)			면세점 이용객(YoY)			면세점 매출액(만달러)			면세점 매출액(YoY)			면세점 객단가(달러)		
	내국인	외국인	합계	내국인	외국인	합계	내국인	외국인	합계	내국인	외국인	합계	내국인	외국인	합계
2010	1,526	818	2,343	19%	-3%	10%	216,750	174,970	391,720	50%	10%	29%	142	214	167
2011	1,643	987	2,630	8%	21%	12%	241,680	244,590	486,270	12%	40%	24%	147	248	185
2012	1,683	1,200	2,884	2%	22%	10%	236,780	324,010	560,790	-2%	32%	15%	141	270	194
2013	1,715	1,244	2,958	2%	4%	3%	234,290	389,760	624,050	-1%	20%	11%	137	313	211
2014	1,856	1,577	3,432	8%	27%	16%	245,180	545,140	790,320	5%	40%	27%	132	346	230
2015	2,459	1,608	4,067	32%	2%	18%	272,570	541,690	814,260	11%	-1%	3%	111	337	200
2016	2,792	2,063	4,856	14%	28%	19%	299,088	761,772	1,060,860	10%	41%	30%	107	369	218
2017	3,088	1,511	4,599	11%	-27%	-5%	337,651	942,696	1,280,347	13%	24%	21%	109	624	278
1Q16	673	463	1,135	15%	14%	14%	66,114	161,762	227,876	1%	15%	11%	98	350	201
2Q16	677	552	1,229	12%	22%	16%	73,261	188,442	261,704	7%	32%	23%	108	342	213
3Q16	742	553	1,295	19%	78%	39%	83,048	198,640	281,688	23%	97%	67%	112	359	218
4Q16	700	496	1,196	5%	14%	9%	76,665	212,928	289,593	8%	35%	27%	109	429	242
1Q17	753	455	1,208	12%	-2%	6%	78,543	225,587	304,130	19%	39%	33%	104	496	252
2Q17	791	309	1,100	17%	-44%	-10%	85,665	193,462	279,127	17%	3%	7%	108	627	254
3Q17	796	352	1,148	7%	-36%	-11%	88,332	251,055	339,387	6%	26%	20%	111	713	296
4Q17	747	396	1,143	7%	-20%	-4%	85,111	272,592	357,703	11%	28%	24%	114	689	313
1Q18	744	422	1,166	-1%	-7%	-3%	88,235	324,476	412,711	12%	44%	36%	119	770	354
2017.01	251	168	419	4%	10%	6%	26,072	70,839	96,911	10%	37%	29%	104	421	231
2017.02	249	163	412	12%	9%	11%	25,771	88,254	114,025	22%	80%	62%	104	541	277
2017.03	253	123	377	21%	-23%	2%	26,700	66,494	93,195	26%	9%	13%	105	539	247
2017.04	271	100	370	22%	-45%	-9%	29,906	59,015	88,921	24%	-7%	2%	111	591	240
2017.05	258	102	360	15%	-44%	-12%	28,017	65,590	93,607	14%	5%	7%	109	640	260
2017.06	263	106	369	14%	-42%	-11%	27,742	68,857	96,599	13%	10%	11%	106	647	262
2017.07	264	106	370	9%	-45%	-15%	28,884	69,371	98,255	8%	9%	9%	110	655	266
2017.08	269	119	388	5%	-37%	-13%	29,342	88,562	117,904	3%	30%	22%	109	744	304
2017.09	263	127	390	7%	-26%	-6%	30,106	93,121	123,227	9%	40%	31%	114	733	316
2017.10	247	122	369	2%	-34%	-13%	26,976	84,884	111,859	1%	16%	12%	109	695	303
2017.11	252	132	384	9%	-13%	0%	28,857	93,801	122,658	15%	41%	34%	114	712	319
2017.12	248	142	390	9%	-11%	1%	29,279	93,907	123,186	18%	28%	26%	118	663	316
2018.01	268	135	403	7%	-20%	-4%	31,072	106,934	138,006	19%	51%	42%	116	794	343
2018.02	225	129	354	-9%	-21%	-14%	27,620	91,076	118,696	7%	3%	4%	123	705	335
2018.03	251	158	409	-1%	28%	9%	29,543	126,466	156,009	11%	90%	67%	118	801	382

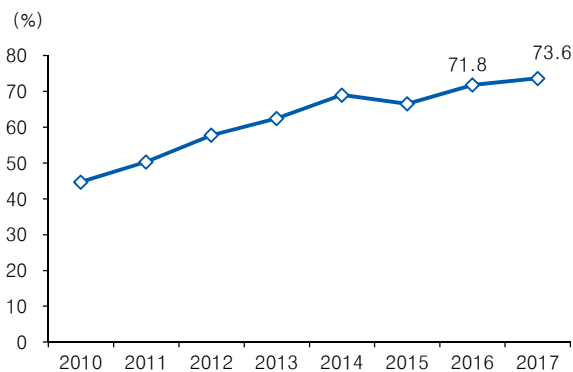
자료: 한국면세점협회, 유안타증권 리서치센터

[그림 1] 한국 면세점 산업 매출 추이



자료: 관세청, 유안타증권 리서치센터

[그림 2] 한국 면세점 산업 외국인 매출 비중 추이



자료: 한국면세점협회, 유안타증권 리서치센터

[표 9] 한국 면세점 산업 데이터 : 시내면세점 vs 공항면세점 - **타이공 효과는 시내면세점에서만 발생하는 현상**

	시내면세점 이용객(만명)			시내면세점 이용객(YoY)			시내면세점 매출액(만달러)			시내면세점 매출액(YoY)			시내면세점 객단가(달러)		
	내국인	외국인	합계	내국인	외국인	합계	내국인	외국인	합계	내국인	외국인	합계	내국인	외국인	합계
2016	731	1,049	1,780	-	-	-	127,157	642,537	769,694	-	-	-	174	612	432
2017	851	677	1,529	16%	-35%	-14%	151,006	832,974	983,980	19%	30%	28%	177	1,230	644
1Q17	218	229	446	25%	-2%	10%	34,994	197,343	232,337	32%	47%	45%	161	863	521
2Q17	219	123	342	32%	-57%	-24%	38,182	169,036	207,218	27%	7%	10%	175	1,370	606
3Q17	224	146	371	9%	-49%	-24%	41,000	223,713	264,713	11%	33%	29%	183	1,532	714
4Q17	191	179	370	3%	-28%	-15%	36,830	242,882	279,712	10%	33%	29%	193	1,355	756
1Q18	201	192	394	-7%	-16%	-12%	40,072	290,456	330,528	15%	47%	42%	199	1,511	839
2017.01	73	84	157	9%	9%	9%	11,498	60,557	72,055	17%	41%	37%	158	719	459
2017.02	73	89	162	21%	19%	20%	11,504	78,670	90,174	39%	97%	87%	157	885	556
2017.03	71	56	127	50%	-30%	-1%	11,991	58,116	70,108	44%	14%	18%	168	1,045	552
2017.04	79	38	117	50%	-60%	-21%	13,952	50,940	64,892	43%	-4%	4%	177	1,340	555
2017.05	69	41	110	32%	-56%	-25%	12,170	57,428	69,598	20%	10%	12%	177	1,413	635
2017.06	71	45	115	18%	-54%	-26%	12,060	60,668	72,728	18%	15%	16%	171	1,356	630
2017.07	76	42	118	13%	-58%	-30%	13,539	61,017	74,556	13%	14%	14%	178	1,450	632
2017.08	76	49	125	8%	-50%	-26%	13,262	79,446	92,708	6%	37%	32%	175	1,616	743
2017.09	73	55	128	7%	-37%	-18%	14,199	83,250	97,449	14%	46%	40%	195	1,519	763
2017.10	58	52	110	-7%	-44%	-29%	10,762	75,270	86,032	-7%	21%	17%	184	1,445	779
2017.11	64	60	124	8%	-19%	-7%	12,663	83,854	96,517	18%	47%	42%	199	1,401	781
2017.12	69	67	136	6%	-16%	-6%	13,406	83,758	97,163	19%	32%	30%	196	1,244	715
2018.01	72	64	137	-1%	-24%	-13%	13,823	96,542	110,365	20%	59%	53%	191	1,503	808
2018.02	64	53	117	-12%	-40%	-28%	13,182	80,088	93,269	15%	2%	3%	205	1,511	795
2018.03	65	75	140	-9%	35%	10%	13,067	113,827	126,894	9%	96%	81%	202	1,517	908
	공항면세점 이용객(만명)			공항면세점 이용객(YoY)			공항면세점 매출액(만달러)			공항면세점 매출액(YoY)			공항면세점 객단가(달러)		
	내국인	외국인	합계	내국인	외국인	합계	내국인	외국인	합계	내국인	외국인	합계	내국인	외국인	합계
2016	1,432	994	2,427	-	-	-	122,170	117,563	239,733	-	-	-	85	118	99
2017	1,590	823	2,413	11%	-17%	-1%	134,916	108,877	243,793	10%	-7%	2%	85	132	101
1Q17	387	224	610	11%	-1%	6%	32,171	28,019	60,190	12%	2%	7%	83	125	99
2Q17	394	182	577	14%	-30%	-5%	33,286	24,205	57,491	11%	-20%	-5%	84	133	100
3Q17	405	203	608	7%	-23%	-5%	33,905	27,123	61,028	4%	-9%	-2%	84	133	100
4Q17	404	214	618	12%	-12%	2%	35,554	29,531	65,084	16%	-1%	7%	88	138	105
1Q18	403	228	631	4%	2%	3%	36,219	33,865	70,084	13%	21%	16%	90	149	111
2017.01	128	83	211	2%	13%	6%	10,683	10,187	20,870	4%	16%	9%	83	123	99
2017.02	129	74	203	15%	1%	9%	10,742	9,521	20,263	15%	7%	11%	83	129	100
2017.03	129	67	196	18%	-15%	4%	10,746	8,311	19,057	16%	-15%	0%	83	124	97
2017.04	131	61	192	17%	-29%	-3%	11,215	8,000	19,215	12%	-22%	-5%	86	132	100
2017.05	130	61	191	13%	-32%	-6%	11,007	8,087	19,093	10%	-23%	-7%	85	133	100
2017.06	133	61	194	12%	-30%	-5%	11,064	8,119	19,183	11%	-17%	-3%	83	134	99
2017.07	134	63	197	8%	-29%	-8%	11,061	8,281	19,342	4%	-19%	-7%	83	131	98
2017.08	136	69	205	5%	-24%	-7%	11,260	9,040	20,300	2%	-12%	-5%	83	131	99
2017.09	135	71	207	8%	-13%	-1%	11,583	9,803	21,386	7%	5%	6%	86	137	103
2017.10	135	69	204	9%	-23%	-4%	11,828	9,545	21,373	11%	-10%	0%	88	138	105
2017.11	136	71	207	13%	-7%	5%	11,921	9,894	21,814	16%	4%	10%	88	139	105
2017.12	133	74	207	14%	-6%	6%	11,806	10,091	21,897	20%	4%	12%	89	137	106
2018.01	147	70	217	15%	-16%	3%	13,063	10,352	23,416	22%	2%	12%	89	148	108
2018.02	120	76	195	-7%	3%	-4%	10,822	10,935	21,757	1%	15%	7%	90	145	111
2018.03	136	82	218	5%	23%	11%	12,334	12,577	24,911	15%	51%	31%	91	153	114

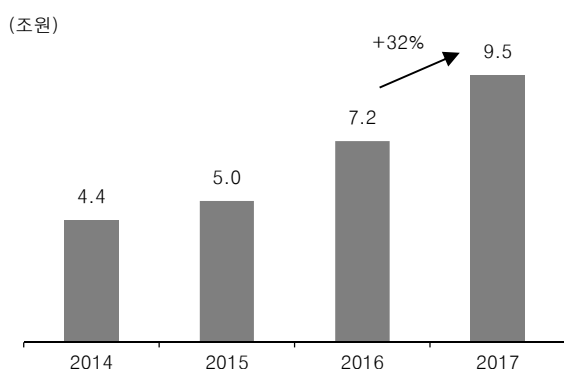
자료: 한국면세점협회, 유안타증권 리서치센터

[표 10] 서울 면세점 산업 데이터 : 2017년 3월 이후, 다이공 매출증가 효과가 중국 관광객 매출감소 효과를 압도함

	서울면세점 이용객(만명)			서울면세점 이용객(YoY)			서울면세점 매출액(만달러)			서울면세점 매출액(YoY)			서울면세점 객단가(달러)		
	내국인	외국인	합계	내국인	외국인	합계	내국인	외국인	합계	내국인	외국인	합계	내국인	외국인	합계
2016	704	917	1,621	-	-	-	106,617	524,078	630,695	-	-	-	151	572	389
2017	827	630	1,457	17%	-31%	-10%	134,495	708,567	843,062	26%	35%	34%	163	1,124	579
1Q16	178	210	388	-	-	-	22,451	111,324	133,775	-	-	-	126	529	345
2Q16	161	249	410	-	-	-	24,970	127,563	152,533	-	-	-	155	512	372
3Q16	187	243	430	-	-	-	30,536	134,952	165,488	-	-	-	163	556	385
4Q16	178	215	393	-	-	-	28,660	150,239	178,899	-	-	-	161	700	456
1Q17	211	204	415	19%	-3%	7%	31,030	163,738	194,768	38%	47%	46%	147	805	469
2Q17	214	120	334	33%	-52%	-19%	33,921	145,390	179,311	36%	14%	18%	158	1,213	537
3Q17	216	139	355	15%	-43%	-17%	36,617	190,504	227,120	20%	41%	37%	170	1,369	639
4Q17	185	168	353	4%	-22%	-10%	32,928	208,935	241,863	15%	39%	35%	178	1,246	685
1Q18	194	178	372	-8%	-12%	-10%	36,202	248,513	284,714	17%	52%	46%	187	1,394	765
2017.01	70	73	144	5%	4%	4%	10,122	49,172	59,294	19%	37%	34%	144	671	413
2017.02	71	78	149	16%	15%	15%	10,206	65,313	75,520	41%	96%	86%	144	836	506
2017.03	70	52	122	44%	-28%	1%	10,702	49,253	59,954	59%	17%	23%	153	944	491
2017.04	78	37	115	45%	-56%	-17%	12,521	43,513	56,034	53%	0%	8%	162	1,173	489
2017.05	69	39	108	30%	-51%	-19%	10,850	49,551	60,400	31%	19%	21%	158	1,257	560
2017.06	68	43	111	23%	-48%	-19%	10,550	52,327	62,876	24%	24%	24%	155	1,208	564
2017.07	73	41	114	20%	-53%	-23%	11,995	52,038	64,032	23%	22%	22%	164	1,277	563
2017.08	73	47	120	15%	-44%	-18%	11,900	68,163	80,063	17%	46%	41%	163	1,439	665
2017.09	70	51	121	11%	-29%	-10%	12,722	70,303	83,025	20%	54%	48%	182	1,377	686
2017.10	58	49	106	-3%	-39%	-24%	9,684	64,286	73,970	0%	27%	23%	168	1,323	697
2017.11	62	56	118	10%	-14%	-3%	11,308	72,451	83,759	24%	53%	49%	183	1,290	710
2017.12	66	63	129	6%	-10%	-2%	11,935	72,198	84,134	21%	38%	35%	181	1,148	654
2018.01	69	59	129	-2%	-19%	-10%	12,462	83,084	95,546	23%	69%	61%	180	1,400	743
2018.02	62	49	111	-13%	-37%	-26%	11,915	68,476	80,390	17%	5%	6%	193	1,391	725
2018.03	63	70	133	-10%	34%	9%	11,825	96,953	108,778	10%	97%	81%	187	1,391	819

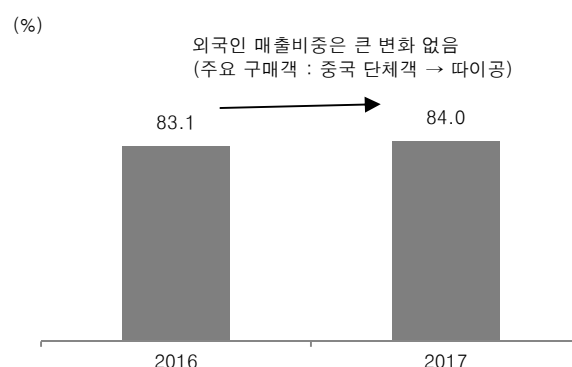
자료: 한국면세점협회, 유안타증권 리서치센터

[그림 3] 서울 시내면세점 매출 추이



자료: 관세청, 한국면세점협회, 유안타증권 리서치센터

[그림 4] 서울 면세점 외국인 매출 비중 변화



자료: 한국면세점협회, 유안타증권 리서치센터

[표 11] 호텔롯데 실적 추이 - 2017년 한한령 이슈 및 인천공항 입차료 효과로 면세점 실적 부진

(단위: 억원)

	1Q15	2Q15	3Q15	4Q15	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	2013	2014	2015	2016	2017
매출액	12,344	12,517	11,209	15,249	15,473	16,513	16,440	16,515	16,085	14,271	17,143	17,744	38,274	47,165	51,319	64,941	65,243
호텔	1,121	1,088	1,301	2,010	1,519	1,823	1,954	2,013	1,496	1,768	1,797	2,209	4,204	4,923	5,520	7,309	7,269
면세점	10,572	10,813	9,091	12,764	13,305	14,033	13,491	13,721	13,858	11,672	14,366	14,643	31,640	39,494	43,240	54,550	54,539
월드	562	484	720	381	569	517	890	683	652	696	863	792	2,273	2,329	2,147	2,659	3,003
골프/리조트	89	132	97	94	80	140	105	98	79	136	117	100	157	419	412	423	432
영업이익	1,143	548	695	845	1,133	455	887	704	48	-948	248	-191	3,091	4,073	3,232	3,179	-844
호텔	-85	-230	-246	212	-283	-254	103	85	-315	-462	-163	46	174	243	-349	-349	-894
면세점	1,314	979	927	623	1,417	909	541	434	372	-298	276	-326	2,674	3,916	3,843	3,301	25
월드	-79	-201	26	18	7	-201	220	103	-7	-196	111	97	287	-28	-236	128	5
골프/리조트	-6	0	-12	-8	-8	2	22	82	-2	8	24	-9	-44	-58	-26	98	21
OPM	9%	4%	6%	6%	7%	3%	5%	4%	0%	-7%	1%	-1%	8%	9%	6%	5%	-1%
호텔	-8%	-21%	-19%	11%	-19%	-14%	5%	4%	-21%	-26%	-9%	2%	4%	5%	-6%	-5%	-12%
면세점	12%	9%	10%	5%	11%	6%	4%	3%	3%	-3%	2%	-2%	9%	10%	9%	6%	0%
월드	-14%	-42%	4%	5%	1%	-39%	25%	15%	-1%	-28%	13%	12%	13%	-1%	-11%	5%	0%
골프/리조트	-7%	0%	-12%	-9%	-10%	1%	21%	84%	-2%	6%	21%	-9%	-28%	-14%	-6%	23%	5%
임차료	1,119	1,088	929	1,247	1,430	1,451	1,464	1,538	1,589	1,656	1,915	2,326	3,949	4,100	4,383	5,883	7,486
지급수수료	1,271	1,353	1,134	1,760	1,719	2,005	2,113	2,333	2,048	2,246	2,091	2,361	3,299	4,680	5,518	8,169	8,746

자료: 호텔롯데, 유안타증권 리서치센터

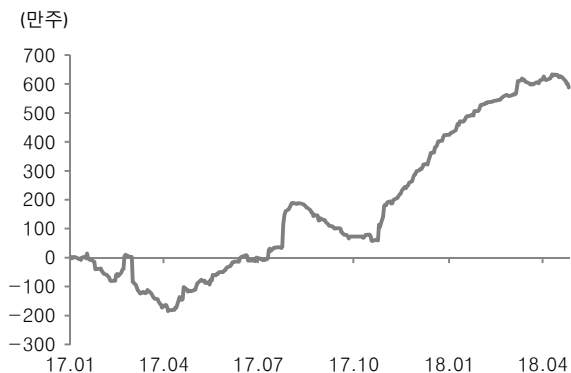
[표 12] 신세계 및 한화 면세점 실적 추이 - 신세계 DF와 한화의 실적은 뚜렷한 개선세를 보이고 있음

(단위: 억원)

		1Q15	2Q15	3Q15	4Q15	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	2015	2016	2017
신세계 DF	총매출	-	-	-	-	-	-	-	-	2,492	2,415	3,326	3,388	-	-	11,621
	순매출	-	-	11	13	15	204	993	866	1,832	1,915	2,707	2,747	24	2,078	9,201
	영업이익	-	-23	-21	-40	-21	-155	-197	-151	-16	-43	97	108	-83	-523	147
신세계조선호텔 (면세점)	매출액	679	684	772	1,134	1,190	1,411	1,568	1,251	1,125	1,032	1,077	384	3,269	5,420	3,618
	영업이익	-70	-77	-91	-129	-83	-8	-32	-35	-35	-44	-31	-79	-367	-158	-189
한화갤러리아 (면세점)	매출액	111	114	79	113	242	398	428	423	444	365	509	555	417	1,492	1,873
	영업이익	-10	-21	-48	-65	-87	-87	-131	-134	-127	-150	-108	-55	-144	-439	-439

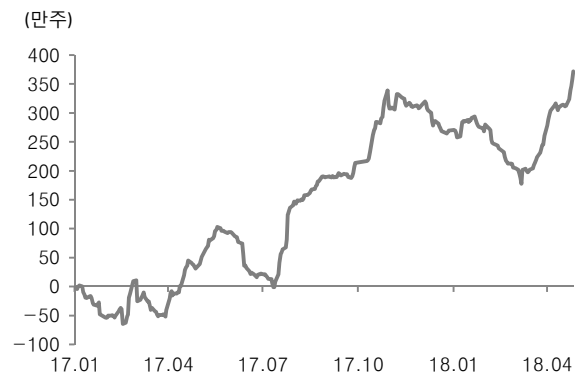
자료: 각사, 유안타증권 리서치센터

[그림 5] 호텔신라 외국인 누적 순매수 수량 추이 (2017.1.1~현재)



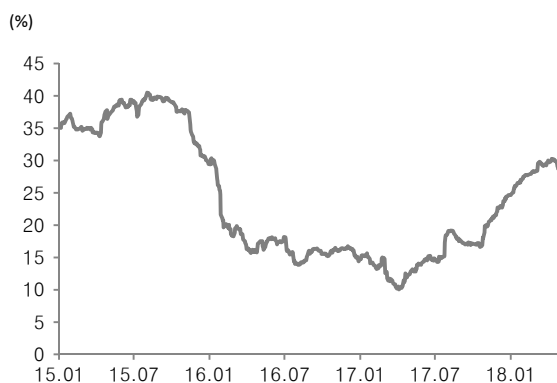
자료: 유안타증권 리서치센터

[그림 6] 호텔신라 기관 누적 순매수 수량 추이 (2017.1.1~현재)



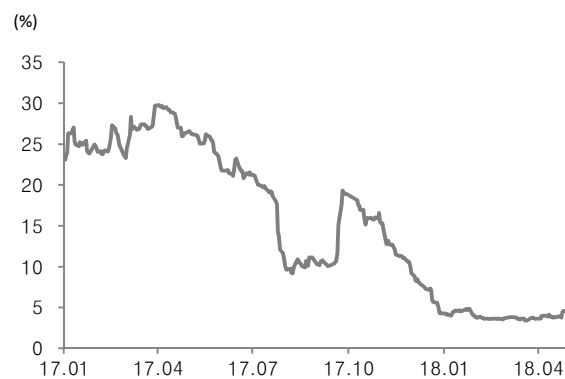
자료: 유안타증권 리서치센터

[그림 7] 호텔신라 외국인지분율 추이 (2015.1.1~현재)



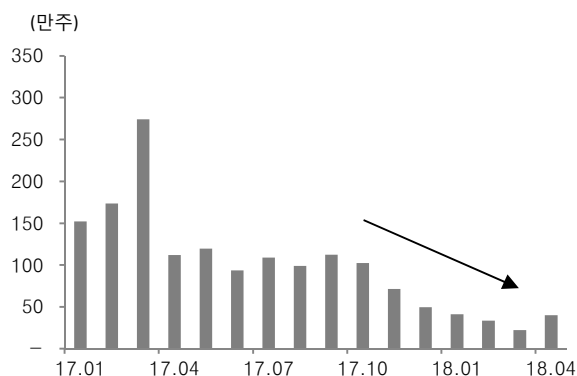
자료: 유안타증권 리서치센터

[그림 8] 호텔신라 발행주식수 대비 대차잔고 추이 (2017.1.1~현재)



자료: 유안타증권 리서치센터

[그림 9] 호텔신라, 월간 공매도 주식수 추이 (2017.1.1~현재)



자료: 유안타증권 리서치센터

[그림 10] 호텔신라, 12MF PER 추이 (컨센서스 기준)



자료: 유안타증권 리서치센터

호텔신라 (008770) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

손익계산서	(단위: 억원)				
결산 (12월)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
매출액	37,153	40,115	47,067	59,534	65,918
매출원가	20,395	23,629	27,351	33,875	37,187
매출총이익	16,758	16,486	19,716	25,659	28,731
판매비	15,968	15,756	17,487	21,658	23,775
영업이익	790	731	2,230	4,001	4,956
EBITDA	1,535	1,445	2,910	4,651	5,574
영업외손익	-265	-283	-193	-201	-88
외환관련손익	4	61	0	0	0
이자손익	-177	-148	-130	-107	-15
관계기업관련손익	0	0	0	0	0
기타	-92	-196	-63	-93	-73
법인세비용차감전순손익	524	447	2,036	3,801	4,868
법인세비용	246	195	493	923	1,178
계속사업순손익	278	253	1,543	2,878	3,690
중단사업순손익	0	0	0	0	0
당기순이익	278	253	1,543	2,878	3,690
지배지분순이익	278	253	1,543	2,878	3,689
포괄손익	319	192	1,289	2,625	3,436
지배지분포괄이익	319	192	1,292	2,630	3,443

주: 영업이익의 산출 기준은 기존 k-GAAP과 동일. 즉, 매출액에서 매출원가와 판매비만 차감

재무상태표	(단위: 억원)				
결산 (12월)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
유동자산	10,791	11,984	12,847	15,513	17,634
현금및현금성자산	3,467	4,744	4,078	5,220	6,395
매출채권 및 기타채권	2,010	1,762	1,808	2,011	2,138
재고자산	4,713	4,998	6,323	7,642	8,462
비유동자산	9,618	10,515	10,334	10,184	10,066
유형자산	7,069	6,931	6,844	6,768	6,703
관계기업등 지분관련자산	348	328	328	328	328
기타투자자산	1,687	2,536	2,536	2,536	2,536
자산총계	20,410	22,499	23,182	25,697	27,700
유동부채	7,399	9,101	10,630	12,153	13,099
매입채무 및 기타채무	5,107	5,946	6,415	7,007	8,312
단기차입금	526	216	1,275	2,207	1,848
유동성장기부채	1,000	2,000	2,000	2,000	2,000
비유동부채	6,395	6,717	4,717	3,217	717
장기차입금	0	0	0	0	0
사채	5,989	6,486	4,486	2,986	486
부채총계	13,794	15,818	15,347	15,370	13,816
지배지분	6,615	6,675	7,831	10,323	13,879
자본금	2,000	2,000	2,000	2,000	2,000
자본잉여금	1,966	1,966	1,966	1,966	1,966
이익잉여금	3,713	3,816	5,226	7,971	11,527
비지배지분	0	7	4	4	4
자본총계	6,615	6,681	7,835	10,327	13,884
순차입금	4,043	3,919	3,644	1,934	-2,100
총차입금	7,515	8,701	7,761	7,192	4,333

현금흐름표	(단위: 억원)				
결산 (12월)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
영업활동 현금흐름	1,208	2,072	1,364	2,853	4,923
당기순이익	278	253	1,543	2,878	3,690
감가상각비	605	581	586	576	565
외환손익	8	4	0	0	0
종속, 관계기업관련손익	111	80	0	0	0
자산부채의 증감	-227	664	-988	-803	487
기타현금흐름	432	490	223	201	181
투자활동 현금흐름	1,481	-1,621	-640	-640	-640
투자자산	1,872	-893	0	0	0
유형자산 증가 (CAPEX)	-668	-649	-500	-500	-500
유형자산 감소	2	44	0	0	0
기타현금흐름	276	-123	-139	-140	-140
재무활동 현금흐름	-2,450	853	-1,064	-691	-2,981
단기차입금	429	-289	1,059	931	-359
사채 및 장기차입금	-1,500	1,491	-2,000	-1,500	-2,500
자본	0	0	0	0	0
현금배당	-138	-133	-133	-133	-133
기타현금흐름	-1,242	-216	9	10	10
연결범위변동 등 기타	-31	-26	-326	-379	-126
현금의 증감	208	1,278	-666	1,142	1,175
기초 현금	3,258	3,467	4,744	4,078	5,220
기말 현금	3,467	4,744	4,078	5,220	6,395
NOPLAT	790	731	2,230	4,001	4,956
FCF	269	1,143	882	2,377	4,362

자료: 유안타증권

주: 1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임

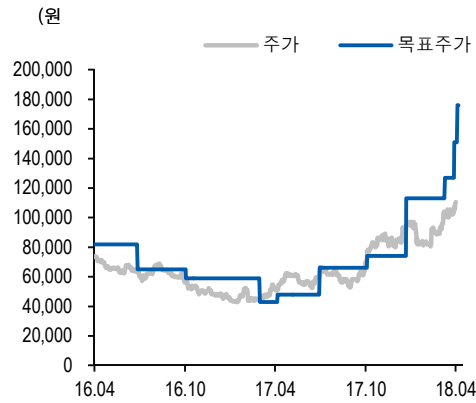
2. PER 등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 주가 기준, 전망치는 현재주가 기준임

3. ROE, ROA의 경우, 자본, 자산 항목은 연초, 연말 평균을 기준으로 함

Valuation 지표	(단위: 원, 배, %)				
결산 (12월)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
EPS	702	637	3,923	7,325	9,393
BPS	17,476	17,633	20,688	27,270	36,666
EBITDAPS	3,836	3,613	7,275	11,629	13,936
SPS	92,883	100,287	117,669	148,836	164,796
DPS	350	350	350	350	350
PER	90.1	93.3	28.2	15.1	11.8
PBR	3.6	3.4	5.3	4.1	3.0
EV/EBITDA	19.0	19.1	16.3	9.8	7.5
PSR	0.7	0.6	0.9	0.7	0.7

재무비율	(단위: 배, %)				
결산 (12월)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
매출액 증가율 (%)	14.3	8.0	17.3	26.5	10.7
영업이익 증가율 (%)	2.4	-7.4	205.1	79.5	23.9
지배순이익 증가율 (%)	50.6	-9.1	510.1	86.5	28.2
매출총이익률 (%)	45.1	41.1	41.9	43.1	43.6
영업이익률 (%)	2.1	1.8	4.7	6.7	7.5
지배순이익률 (%)	0.7	0.6	3.3	4.8	5.6
EBITDA 마진 (%)	4.1	3.6	6.2	7.8	8.5
ROIC	4.3	5.0	20.8	33.8	41.2
ROA	1.3	1.2	6.8	11.8	13.8
ROE	4.0	3.8	21.3	31.7	30.5
부채비율 (%)	208.5	236.7	195.9	148.8	99.5
순차입금/자기자본 (%)	61.1	58.7	46.5	18.7	-15.1
영업이익/금융비용 (배)	2.4	3.3	11.0	20.9	43.0

호텔신라 (008770) 투자등급 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2018-04-30	Strong Buy	176,000	1년		
2018-04-24	Strong Buy	151,000	1년	-28.04	-26.82
2018-04-05	BUY	127,000	1년	-18.77	-16.93
2018-01-17	BUY	113,000	1년	-20.53	-7.96
2017-10-30	HOLD	74,000	1년	14.26	-
2017-07-26	HOLD	66,000	1년	-7.92	-
2017-05-02	HOLD	48,000	1년	20.75	-
2017-03-27	HOLD	43,000	1년	13.67	-
2016-10-29	HOLD	59,000	1년	-18.53	-
2016-07-23	HOLD	65,000	1년	-4.26	-

자료: 유안타증권

주: 과리율 = (실제주가* - 목표주가) / 목표주가 X 100

* 1) 목표주가 제시 대상시점까지의 "평균주가"

2) 목표주가 제시 대상시점까지의 "최고(또는 최저) 주가"

구분	투자의견 비율(%)
Strong Buy(매수)	1.6
Buy(매수)	86.5
Hold(중립)	11.9
Sell(비중 축소)	0.0
합계	100.0

주: 기준일 2018-04-27

※해의 계열회사 등이 작성하거나 공표한 리포트는 투자등급 비율 산정시 제외

- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 타인의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인함. (작성자: 박성호)
- 당사는 자료공표일 현재 동 종목 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당 기업과 관련하여 특별한 이해관계가 없습니다.
- 당사는 동 자료를 전문투자자 및 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 자료공표일 현재 대상법인의 주식관련 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 종목 투자등급 (Guide Line): 투자기간 12개월, 절대수익률 기준 투자등급 4단계(Strong Buy, Buy, Hold, Sell)로 구분한다
- Strong Buy: 30%이상 Buy: 10%이상, Hold: -10~10%, Sell: -10%이하로 구분
- 업종 투자등급 Guide Line: 투자기간 12개월, 시가총액 대비 업종 비중 기준의 투자등급 3단계(Overweight, Neutral, Underweight)로 구분
- 2014년 2월21일부터 당사 투자등급이 기존 3단계 + 2단계에서 4단계로 변경

본 자료는 투자자의 투자를 권유할 목적으로 작성된 것이 아니라, 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 작성된 참고 자료입니다. 본 자료는 금융투자분석사가 신뢰할만 하다고 판단되는 자료와 정보에 의거하여 만들어진 것이지만, 당사와 금융투자분석사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없습니다. 따라서, 본 자료를 참고한 투자자의 투자사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않습니다. 또한, 본 자료는 당사 투자자에게만 제공되는 자료로 당사의 동의 없이 본 자료를 무단으로 복제 전송 인용 배포하는 행위는 법으로 금지되어 있습니다.