

호텔신라 (008770)

호텔/레저



박성호

02 3770 5657

sungho.park@yuantakorea.com

투자 의견	BUY (D)
목표주가	130,000원 (D)
현재주가 (7/27)	98,000원
상승여력	33%

시가총액	38,853억원
총발행주식수	40,000,000주
60일 평균 거래대금	521억원
60일 평균 거래량	465,862주
52주 고	132,000원
52주 저	52,600원
외인지분율	34.55%
주요주주	삼성생명보험 외 5 인 17.37%

주가수익률(%)	1개월	3개월	12개월
절대	(15.9)	(11.3)	47.1
상대	(14.2)	(3.7)	56.7
절대(달러환산)	(15.9)	(14.6)	46.4

역대 최고 분기 실적 달성, but 미래 기대치는 낮춘다

2Q18P Review 연결실적은 매출액 1.17조원(+47% YoY), 영업이익 695억원(+303% YoY), 당기순이익 526억원(+1668% YoY)을 기록해 영업이익 기준으로 컨센서스를 30% 가량 상회하는 역대 최고 분기 실적 달성. 사업부문별 영업이익은 면세점 640억원(국내점 702억원, 창이점/홍콩점 -62억원), 호텔/레저 55억원 기록

면세점 사업부 실적 특징은 **‘국내 시내점 마진회복에 따른 역대 최대 실적’**으로 요약. 먼저, 국내점 실적(별도 기준)은 매출액 8,185억원(+46% YoY), 영업이익 702억원(+306% QoQ)으로 급증. 실적 세부내용은 다음과 같음: 1)국내 시내점 매출액은 6,132억원(+54% YoY)으로 증가. 2Q18 한국 시내면세점 산업 매출액은 36억달러(+72% YoY)로 증가. 전체 산업수요는 타이공 구매효과로 인해 초강세를 보이고 있음. 2)국내 공항점 매출액은 2,053억원(+27% YoY)으로 증가. 2Q18 한국 공항면세점 산업 매출액은 7억달러(+25% YoY)로 강세 시현. 3)**국내점 OPM은 8.6%(+5.0%p YoY, +2.1%p QoQ)으로 상승**. 동사 공항점 적자는 소폭(BEP ~ 적자 20억원 수준)에 그친 것으로 추정. 공항점 적자규모를 통해 역산한 **시내점 OPM은 10%대 초반 도달**. 국내점 영업이익에서 특별한 1회성 이익은 존재하지 않았던 것으로 파악. 4)창이공항점 및 홍콩공항점 합산실적(연결 자회사)은 매출액 2,364억원(-2% QoQ), 영업적자 62억원 기록. 창이공항과 홍콩공항의 Traffic이 각각 QoQ로 3%와 1%씩 상승했음에도 불구하고 매출액이 감소한 이유는 홍콩공항 핵심매장에 대한 리노베이션 공사가 2Q18에 실시된 점에 기인. 3Q18 창이공항점 및 홍콩공항점 합산 영업적자는 홍콩공항 그랜드오픈(6월 28일) 효과로 인해 30억원 수준으로 축소 전망

호텔/레저 사업부 실적 특징은 **‘전년동기 1회성 이익 관련 기고효과에 따른 감익’**으로 요약. 호텔/레저 실적은 매출액 1,200억원(+9% YoY), 영업이익 55억원(-40% YoY) 기록. 2Q18 호텔 객실이용률(OCC)이 전부문에서 YoY 로 개선되면서 매출액 증가를 견인했으나, 전년동기 성과급 총당금 환입효과(30억원대 추정)로 인해 영업이익단에선 감익 현상 발생. 1회성 요인을 제외시, 전년대비 큰 폭의 이익변화는 없었던 것으로 추정. 이는 최저임금 상승효과로 인해 각종 용역수수료가 상승한 점에 기인

총평하면, 동사의 2Q18 실적은 국내 시내면세점에서 기대 이상의 호실적을 시현한 가운데, 국내외 공항면세점과 호텔/레저에서 양호한 이익체력을 보여준 것으로 평가. 과거와 달리, 인천공항과 창이공항의 분기 적자폭이 큰 폭으로 축소된 점은 고무적인 현상으로 해석 가능하고, 홍콩공항도 BEP 수준의 이익체력을 보여주고 있어 긍정적으로 평가. 2Q18 호실적은 동사의 주가가 2018년 6월 들어 13만원대까지 상승했던 현상을 뒷받침하는 지표로 볼 수 있음

(다음 페이지로 계속)

Quarterly earning forecasts

(억원, %)

	2Q18E	전년동기대비	전분기대비	컨센서스	컨센서스대비
매출액	11,749	46.7	4.4	11,320	3.8
영업이익	695	302.6	57.3	524	32.6
세전계속사업이익	648	818.0	56.2	464	39.7
지배순이익	526	1,667.9	65.7	312	68.7
영업이익률 (%)	5.9	+3.7 %pt	+2.0 %pt	4.6	+1.3 %pt
지배순이익률 (%)	4.5	+4.1 %pt	+1.7 %pt	2.8	+1.7 %pt

자료: 유안타증권

Forecasts and valuations (K-IFRS 연결)

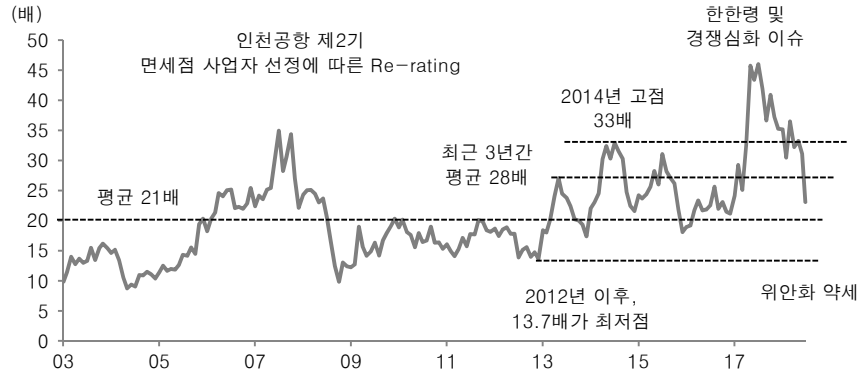
(억원, 원, %, 배)

결산 (12월)	2016A	2017A	2018F	2019F
매출액	37,153	40,115	47,491	56,943
영업이익	790	731	2,534	3,515
지배순이익	278	253	1,829	2,549
PER	90.1	93.3	21.1	15.1
PBR	3.8	3.6	4.4	3.5
EV/EBITDA	19.0	19.1	12.6	9.3
ROE	4.0	3.8	24.3	26.7

자료: 유안타증권

목표주가 하향 조정 동사에 대한 투자 의견을 기존 **Strong Buy** → **Buy**로 하향하며, 목표주가도 기존 **17.6만원** → **13만원**으로 하향 조정. 목표주가 13만원은 동사의 12MF 예상 EPS 5,408원에 Target PER 24배를 적용해 산출

[그림 1] 호텔신라, 12MF PER 추이 (컨센서스 기준)

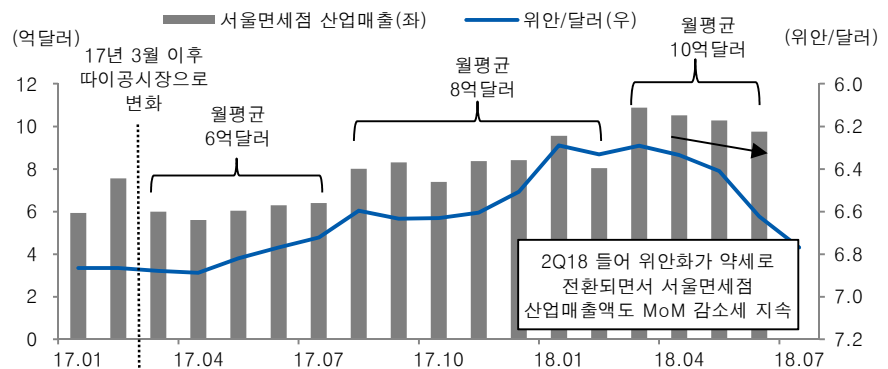


자료: 유안타증권 리서치센터

2Q18 호실적 달성에도 불구하고 투자 의견과 목표주가를 낮춘 이유는 **2018년 6월 이후 위안/달러 환율이 빠르게 상승(위안화 약세)함에 따라 2H18 국내 시내면세점 산업성장률(YoY) 둔화가 우려되기 때문**. 이 경우, 동사 시내면세점의 추가적인 마진 회복세는 당분간 더디게 나타날 수 있음

참고로, 서울면세점 시장의 산업매출액은 2017년 3월 다이공 시장 중심으로 재편된 이후, 5개월간 월평균 6억달러 기록. 이후에는 월평균 8억달러(2017년 8월 ~ 18년 2월) → 월평균 10억달러(2018년 3월 ~ 6월)로 상승. 당사는 **2018년 하반기 서울면세점 산업매출액이 월평균 최소 12억달러로 상승해야 신세계 2호점(7월 개장)과 현대백화점면세점(11월 개장 예정)의 시장진입에 따른 공급증가 압박을 해소할 수 있다고 판단**. 신세계 1호점의 BEP 월매출액(총매출 기준)이 1천억원 수준으로 추정된다는 점을 감안시, 면세점 2개 점포의 시장진입 효과를 상쇄하려면 서울면세점 월평균 산업매출액이 현 수준 대비 2억달러 가량 추가적으로 증가해야 하는 구조

[그림 2] 위안/달러 환율 및 서울면세점 시장 매출액 추이 비교 (월간 기준)



자료: 한국면세점협회, 유안타증권 리서치센터

[표 1] 2Q18P 연결 영업이익 695 억원 (+303% YoY)

(단위: 억원)

	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18P	3Q18E	4Q18E	1Q19E	2Q19E	3Q19E	4Q19E	2017	2018E	2019E
연결매출액	8,786	8,010	9,096	8,921	11,255	11,749	12,365	12,122	13,663	14,388	14,593	14,299	34,813	47,491	56,943
면세점	7,827	6,913	7,916	7,762	10,137	10,549	11,152	10,873	12,478	13,113	13,338	13,004	30,418	42,711	51,933
호텔/레저	959	1,097	1,180	1,159	1,118	1,200	1,214	1,249	1,185	1,275	1,256	1,295	4,395	4,780	5,010
연결영업이익	100	173	303	155	442	695	716	681	749	895	956	915	731	2,534	3,515
면세점	169	82	235	99	476	640	645	623	773	830	875	847	585	2,384	3,325
호텔/레저	-69	91	68	56	-34	55	71	58	-24	65	81	68	146	150	190
OPM	1.1%	2.2%	3.3%	1.7%	3.9%	5.9%	5.8%	5.6%	5.5%	6.2%	6.6%	6.4%	1.8%	5.3%	6.2%
면세점	2.2%	1.2%	3.0%	1.3%	4.7%	6.1%	5.8%	5.7%	6.2%	6.3%	6.6%	6.5%	1.6%	5.6%	6.4%
호텔/레저	-7.2%	8.3%	5.8%	4.8%	-3.0%	4.6%	5.9%	4.6%	-2.0%	5.1%	6.5%	5.3%	3.3%	3.1%	3.8%
연결순이익	27	30	126	70	317	526	504	482	530	646	699	673	253	1,829	2,549
NIM	0.3%	0.4%	1.4%	0.8%	2.8%	4.5%	4.1%	4.0%	3.9%	4.5%	4.8%	4.7%	0.6%	3.9%	4.5%
성장성(YoY)															
매출액	15%	-6%	14%	10%	28%	47%	36%	36%	21%	22%	18%	18%	8%	36%	20%
영업이익	-48%	-8%	20%	-1%	343%	303%	136%	339%	69%	29%	33%	34%	-7%	247%	39%
순이익	-79%	5%	17%	342%	1074%	1668%	300%	587%	67%	23%	39%	40%	-9%	623%	39%

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

자료: 유안타증권 리서치센터

[표 2] 2Q18P 면세점 사업부 별도기준 영업이익 702 억원(+306% YoY)

(단위: 억원)

	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18P	3Q18E	4Q18E	1Q19E	2Q19E	3Q19E	4Q19E	2017	2018E	2019E
원/달러 평균환율(원)	1,153	1,130	1,132	1,105	1,072	1,080	1,124	1,124	1,124	1,124	1,124	1,124	-	-	-
(% QoQ)	-0.5	-2.0	0.2	-2.5	-2.9	0.7	4.1	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	-	-	-
(% YoY)	-4.0	-2.9	1.1	-4.7	-7.0	-4.4	-0.8	1.7	4.8	4.1	0.0	0.0	-	-	-
매출액	6,450	5,600	6,608	6,159	7,715	8,185	8,632	8,285	9,983	10,551	10,706	10,302	24,817	32,817	41,542
시내점	4,765	3,983	5,099	4,752	5,814	6,132	6,632	6,285	7,891	8,308	8,606	8,202	18,599	24,863	33,007
공항점	1,685	1,617	1,509	1,407	1,901	2,053	2,000	2,000	2,092	2,244	2,100	2,100	6,218	7,954	8,536
영업이익	214	173	310	216	502	702	676	640	809	852	884	841	913	2,520	3,386
OPM(%)	2.7%	2.6%	3.8%	2.9%	6.5%	8.6%	7.8%	7.7%	8.1%	8.1%	8.3%	8.2%	3.0%	7.7%	8.2%
성장성(YoY)															
매출액	17%	-11%	15%	6%	20%	46%	31%	35%	29%	29%	24%	24%	6%	32%	27%
영업이익	-39%	-38%	11%	-14%	135%	306%	118%	196%	61%	21%	31%	31%	-21%	176%	34%

주: 인천공항 T2 면세점은 2018년 1월 개장. 제주공항 면세점은 2018년 3월 개장

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

자료: 유안타증권 리서치센터

[표 3] 신리면세점 시내점 매출액 및 알선수수료 추이

(단위: 억원)

	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18
시내점 매출액	3,614	4,058	4,052	4,122	4,765	3,983	5,099	4,752	5,814	6,132
알선료	508	629	598	614	779	495	592	574	689	693
알선료 비율	14.1%	15.5%	14.8%	14.9%	16.3%	12.4%	11.6%	12.1%	11.9%	11.3%

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

자료: 호텔신라, 유안타증권 리서치센터

[표 4] 2Q18P 창이공항 및 홍콩공항 면세점 영업이익 -62 억원(적지 YoY)

(단위: 억원)

	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18P	3Q18E	4Q18E	1Q19E	2Q19E	3Q19E	4Q19E	2017	2018E	2019E
창이공항 Traffic(만명)	1,504	1,538	1,561	1,619	1,579	1,629	-	-	-	-	-	-	6,222	-	-
(QoQ)	-1%	2%	1%	4%	-2%	3%	-	-	-	-	-	-	-	-	-
홍콩공항 Traffic(만명)	1,757	1,816	1,863	1,852	1,835	1,857	-	-	-	-	-	-	7,287	-	-
(QoQ)	2%	3%	3%	-1%	-1%	1%	-	-	-	-	-	-	-	-	-
매출액	1,376	1,313	1,433	1,602	2,422	2,364	2,520	2,588	2,495	2,562	2,631	2,702	5,601	9,894	10,390
영업이익	-45	-91	-75	-117	-26	-62	-31	-17	-36	-22	-9	6	-328	-136	-61
OPM(%)	-3.3%	-6.9%	-5.2%	-7.3%	-1.1%	-2.6%	-1.2%	-0.7%	-1.4%	-0.9%	-0.3%	0.2%	-5.7%	-1.4%	-0.6%

주: 동 실적은 연결 면세점 실적에서 별도 면세점 실적을 단순 차감해 산출. 3Q17 스위트메이 사업철수. 2017년 10월말 창이공항 제4터미널 면세점 개장. 2017년 12월 홍콩공항 면세점 개장
1Q17, 2Q17 및 4Q17 매출액은 K-IFRS 1115 호 도입에 따른 면세점 매출변경분 소급 반영. 3Q17 매출액은 면세점 매출변경분을 추정하여 소급 반영

자료: 유안타증권 리서치센터

[표 5] 2Q18P 호텔&레저 사업부 영업이익 55 억원(-40% YoY)

(단위: 억원)

	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18P	3Q18E	4Q18E	1Q19E	2Q19E	3Q19E	4Q19E	2017	2018E	2019E
호텔객실이용률															
서울호텔	60%	66%	78%	79%	71%	76%	78%	75%	71%	76%	78%	75%	71%	75%	75%
제주호텔	85%	89%	87%	82%	90%	92%	87%	85%	90%	92%	87%	85%	86%	89%	89%
스테이	70%	71%	77%	77%	77%	80%	78%	78%	78%	80%	82%	81%	69%	78%	80%
매출액	959	1,097	1,080	1,159	1,118	1,200	1,214	1,249	1,185	1,275	1,256	1,295	4,295	4,780	5,010
서울호텔	301	373	369	409	340	396	433	467	368	430	433	467	1,452	1,636	1,698
제주호텔	161	199	235	169	164	194	233	186	160	188	233	186	764	777	768
신라스테이	215	280	240	334	287	318	300	337	316	350	330	371	1,069	1,242	1,367
기타	29	8	5	16	33	4	5	16	33	4	5	16	58	58	58
레저	253	237	231	231	294	288	243	243	309	302	255	255	952	1,067	1,120
영업이익	-69	91	68	56	-34	55	71	58	-24	65	81	68	146	150	190
OPM(%)	-7.2%	8.3%	6.3%	4.8%	-3.0%	4.6%	5.9%	4.6%	-2.0%	5.1%	6.5%	5.3%	3.4%	3.1%	3.8%

주: 2017년 신라스테이 분기 매출액 중에서 1Q17, 2Q17 과 4Q17 매출액은 IR 자료 기준. 3Q17 매출액은 당사 추정치

자료: 유안타증권 리서치센터

[표 6] 신라스테이 분기 실적 추이

		1Q15	2Q15	3Q15	4Q15	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18
점포수	(개)	3	4	6	7	8	8	9	9	9	11	11	11	11
매출액	(억원)	45	73	90	114	118	143	163	181	165	210	238	244	216
순이익	(억원)	-16	-2	-8	-3	-11	1	4	11	-2	12	19	19	2
순이익률	(%)	-35%	-3%	-9%	-3%	-9%	0%	2%	6%	-1%	6%	8%	8%	1%
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	19.6
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	0.2

주: 신라스테이 매출액은 감사보고서 주식 기준. 신라스테이 일부 점포는 호텔신라 본사, 나머지 점포는 신라스테이 별도법인 실적으로 인식

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	47,491	56,943	62,954
면세점	6,583	9,812	12,019	15,018	19,018	20,865	26,124	29,182	33,261	35,719	42,711	51,933	57,807
호텔/레저	1,622	1,727	2,021	2,307	2,553	1,650	2,476	2,623	3,896	4,395	4,780	5,010	5,147
연결영업이익	531	541	845	975	1,293	867	1,389	772	790	731	2,534	3,515	4,274
면세점	486	388	642	651	1,036	964	1,489	910	790	585	2,384	3,325	4,053
호텔/레저	45	103	97	192	166	-214	-207	-270	-1	146	150	190	221
OPM	6.1%	4.5%	5.8%	5.4%	5.8%	3.8%	4.8%	2.4%	2.1%	1.8%	5.3%	6.2%	6.8%
면세점	7.4%	4.0%	5.3%	4.3%	5.4%	4.6%	5.7%	3.1%	2.4%	1.6%	5.6%	6.4%	7.0%
호텔/레저	2.8%	6.0%	4.8%	8.3%	6.5%	-13.0%	-8.4%	-10.3%	0.0%	3.3%	3.1%	3.8%	4.3%
연결순이익	249	315	514	561	1,010	108	735	185	278	253	1,829	2,549	3,271
NIM	2.9%	2.6%	3.5%	3.1%	4.5%	0.5%	2.5%	0.6%	0.7%	0.6%	3.9%	4.5%	5.2%
성장성(YoY)													
연결매출액	-	39%	20%	23%	23%	3%	27%	12%	14%	8%	36%	20%	11%
연결영업이익	-	2%	56%	15%	33%	-33%	60%	-44%	2%	-7%	247%	39%	22%
연결순이익	-	26%	63%	9%	80%	-89%	580%	-75%	51%	-9%	623%	39%	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	32,817	41,542	46,920
시내점	3,642	5,208	6,296	7,995	9,858	11,519	15,124	15,921	20,683	22,926	24,863	33,007	37,958
공항점	2,942	4,604	5,839	7,017	9,127	9,144	9,877	8,831	7,489	7,071	7,954	8,536	8,962
영업이익	486	388	634	653	1,039	995	1,861	1,464	1,158	913	2,520	3,386	3,965
OPM(%)	7.4%	4.0%	5.2%	4.3%	5.5%	4.8%	7.4%	5.9%	4.1%	3.0%	7.7%	8.2%	8.5%
[창이공항/홍콩공항/스윗메이 실적]													
매출액	-	-	-	-	-	-	1,123	4,430	5,089	5,722	9,894	10,390	10,886
영업이익	-	-	-	-	-	-	-372	-554	-368	-328	-136	-61	88
OPM(%)	-	-	-	-	-	-	-33.1%	-12.5%	-7.2%	-5.7%	-1.4%	-0.6%	0.8%
[호텔/레저 실적]													
매출액	2,165	2,320	2,376	2,631	2,912	2,159	3,083	3,335	3,896	4,295	4,780	5,010	5,147
서울호텔	1,198	1,258	1,408	1,579	1,629	736	1,426	1,376	1,436	1,452	1,636	1,698	1,698
제주호텔	383	423	493	590	682	737	739	713	766	764	777	768	768
신라스테이	-	-	-	-	-	-	64	322	606	856	1,242	1,367	1,503
호텔 기타	40	46	121	138	242	177	247	212	356	271	58	58	58
레저	543	593	354	324	359	509	607	712	732	952	1,067	1,120	1,120
영업이익	45	153	146	307	253	-97	-91	-139	-1	146	150	190	221
OPM(%)	2.1%	6.6%	6.1%	11.7%	8.7%	-4.5%	-3.0%	-4.2%	0.0%	3.4%	3.1%	3.8%	4.3%

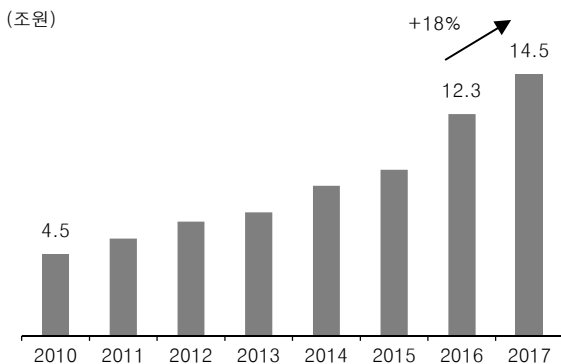
주: 2017년까지의 면세점 매출액은 기존 회계기준, 2018년부터 K-IFRS 1115 호 기준의 면세점 매출 사용. [표 1, 2, 4]의 2017년 면세점 매출액은 K-IFRS 1115 기준으로 추정된 수치임
 자료: 유안타증권 리서치센터

[표 8] 한국 면세점 산업 데이터

	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
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
2Q18	766	480	1,246	-3%	56%	13%	94,046	349,163	443,209	10%	80%	59%	123	727	356
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
2018.04	251	162	413	-7%	62%	12%	31,505	120,918	152,423	5%	105%	71%	125	747	369
2018.05	258	158	417	0%	55%	16%	32,314	116,740	149,054	15%	78%	59%	125	737	358
2018.06	256	160	416	-3%	50%	13%	30,226	111,505	141,731	9%	62%	47%	118	697	341

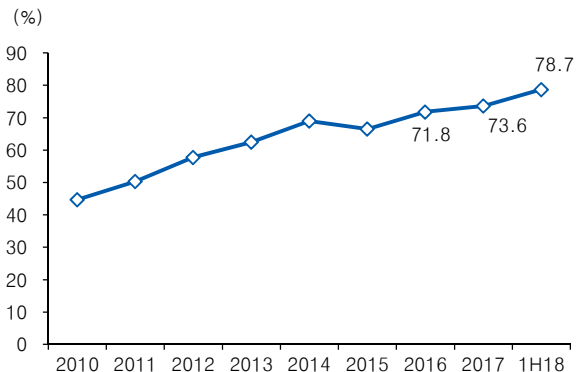
자료: 한국면세점협회, 유안타증권 리서치센터

[그림 3] 한국 면세점 산업 매출 추이



자료: 관세청, 유안타증권 리서치센터

[그림 4] 한국 면세점 산업 외국인 매출 비중 추이



자료: 한국면세점협회, 유안타증권 리서치센터

[표 9] 한국 면세점 산업 데이터 : 시내면세점 vs 공항면세점

	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
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
2Q18	202	224	427	-7%	82%	25%	43,386	313,670	357,056	14%	86%	72%	214	1,397	837
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
2018.04	61	74	136	-22%	96%	16%	14,289	108,369	122,658	2%	113%	89%	233	1,457	904
2018.05	71	74	145	3%	82%	32%	15,222	104,945	120,167	25%	83%	73%	214	1,419	829
2018.06	70	76	146	-1%	70%	27%	13,874	100,357	114,231	15%	65%	57%	198	1,318	781
	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
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
2Q18	403	253	656	2%	39%	14%	36,756	35,243	72,000	10%	46%	25%	91	139	110
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
2018.04	134	87	220	2%	43%	15%	12,340	12,466	24,806	10%	56%	29%	92	144	113
2018.05	135	83	219	4%	37%	15%	12,461	11,708	24,170	13%	45%	27%	92	140	110
2018.06	134	83	216	0%	36%	11%	11,955	11,069	23,024	8%	36%	20%	90	134	106

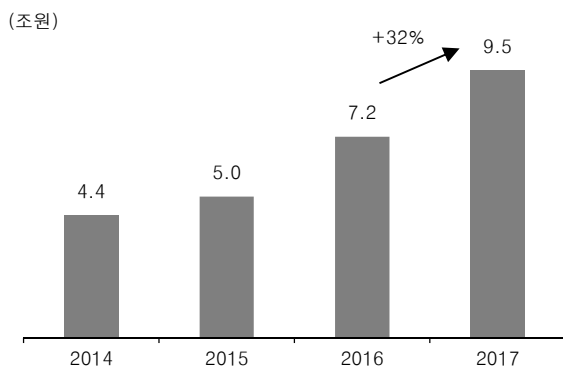
자료: 한국면세점협회, 유안타증권 리서치센터

[표 10] 서울 면세점 산업 데이터 : 2017년 3월 타이공 시장으로 전환된 이후, 월평균 산업 매출액은 6억달러 → 8억달러 → 10억달러로 상승

	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
2Q18	197	206	402	-8%	72%	20%	39,411	266,090	305,501	16%	83%	70%	200	1,294	759
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
2018.04	60	69	129	-22%	86%	13%	12,967	92,261	105,228	4%	112%	88%	216	1,338	815
2018.05	69	67	136	1%	71%	26%	13,815	88,899	102,714	27%	79%	70%	200	1,323	755
2018.06	68	69	137	-1%	60%	23%	12,629	84,930	97,559	20%	62%	55%	187	1,223	712

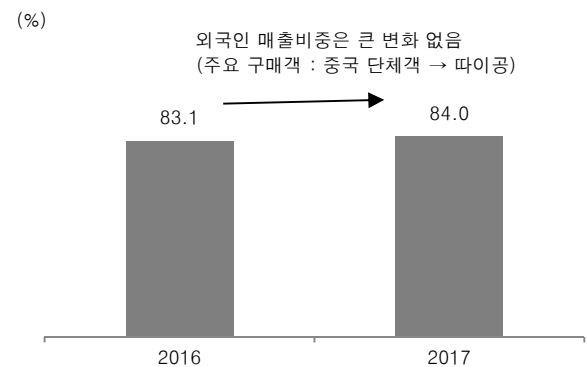
자료: 한국면세점협회, 유안타증권 리서치센터

[그림 5] 서울 시내면세점 매출 추이



자료: 관세청, 한국면세점협회, 유안타증권 리서치센터

[그림 6] 서울 면세점 외국인 매출 비중 변화



자료: 한국면세점협회, 유안타증권 리서치센터

[표 11] 호텔롯데 실적 추이

(단위: 억원)

	1Q15	2Q15	3Q15	4Q15	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	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	15,087	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	1,572	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	12,696	31,640	39,494	43,240	54,550	54,539
월드	562	484	720	381	569	517	890	683	652	696	863	792	703	2,273	2,329	2,147	2,659	3,003
골프/리조트	89	132	97	94	80	140	105	98	79	136	117	100	117	157	419	412	423	432
영업이익	1,143	548	695	845	1,133	455	887	704	48	-948	248	-191	-89	3,091	4,073	3,232	3,179	-844
호텔	-85	-230	-246	212	-283	-254	103	85	-315	-462	-163	46	-349	174	243	-349	-349	-894
면세점	1,314	979	927	623	1,417	909	541	434	372	-298	276	-326	248	2,674	3,916	3,843	3,301	25
월드	-79	-201	26	18	7	-201	220	103	-7	-196	111	97	31	287	-28	-236	128	5
골프/리조트	-6	0	-12	-8	-8	2	22	82	-2	8	24	-9	-20	-44	-58	-26	98	21
OPM	9%	4%	6%	6%	7%	3%	5%	4%	0%	-7%	1%	-1%	-1%	8%	9%	6%	5%	-1%
호텔	-8%	-21%	-19%	11%	-19%	-14%	5%	4%	-21%	-26%	-9%	2%	-22%	4%	5%	-6%	-5%	-12%
면세점	12%	9%	10%	5%	11%	6%	4%	3%	3%	-3%	2%	-2%	2%	9%	10%	9%	6%	0%
월드	-14%	-42%	4%	5%	1%	-39%	25%	15%	-1%	-28%	13%	12%	4%	13%	-1%	-11%	5%	0%
골프/리조트	-7%	0%	-12%	-9%	-10%	1%	21%	84%	-2%	6%	21%	-9%	-17%	-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	2,072	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	2,153	3,299	4,680	5,518	8,169	8,746

자료: 호텔롯데, 유안타증권 리서치센터

[표 12] 신세계 및 한화 면세점 실적 추이

(단위: 억원)

		1Q15	2Q15	3Q15	4Q15	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2015	2016	2017
신세계 DF	총매출	-	-	-	-	-	-	-	-	2,492	2,415	3,326	3,388	4,232	-	-	11,621
	순매출	-	-	11	13	15	204	993	866	1,832	1,915	2,707	2,747	3,395	24	2,078	9,201
	영업이익	-	-23	-21	-40	-21	-155	-197	-151	-16	-43	97	108	236	-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	757	3,269	5,420	3,618
	영업이익	-70	-77	-91	-129	-83	-8	-32	-35	-35	-44	-31	-79	-42	-367	-158	-189
한화갤러리아 (면세점)	매출액	111	114	79	113	242	398	428	423	444	365	509	555	535	417	1,492	1,873
	영업이익	-10	-21	-48	-65	-87	-87	-131	-134	-127	-150	-108	-55	-66	-144	-439	-439

자료: 각사, 유안타증권 리서치센터

호텔신라 (008770) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

손익계산서	(단위: 억원)				
결산 (12월)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
매출액	37,153	40,115	47,491	56,943	62,954
매출원가	20,395	23,629	26,769	32,591	35,795
매출총이익	16,758	16,486	20,722	24,352	27,159
판매비	15,968	15,756	18,188	20,837	22,885
영업이익	790	731	2,534	3,515	4,274
EBITDA	1,535	1,445	3,243	4,187	4,964
영업외손익	-265	-283	-154	-130	42
외환관련손익	4	61	6	0	0
이자손익	-177	-148	-81	-37	115
관계기업관련손익	0	0	0	0	0
기타	-92	-196	-80	-93	-73
법인세비용차감전순이익	524	447	2,379	3,384	4,315
법인세비용	246	195	550	835	1,044
계속사업순이익	278	253	1,829	2,549	3,271
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	278	253	1,829	2,549	3,271
지배지분순이익	278	253	1,829	2,549	3,271
포괄손익	319	192	1,810	2,530	3,251
지배지분포괄이익	319	192	1,812	2,533	3,256

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	12,823	15,020	16,629
현금및현금성자산	3,467	4,744	4,948	6,018	6,847
매출채권 및 기타채권	2,010	1,762	1,862	2,029	2,145
재고자산	4,713	4,998	5,341	6,300	6,965
비유동자산	9,618	10,515	10,506	10,334	10,144
유형자산	7,069	6,931	6,868	6,776	6,644
관계기업등 지분관련자산	348	328	323	323	323
기타투자자산	1,687	2,536	2,664	2,664	2,664
자산총계	20,410	22,499	23,329	25,353	26,772
유동부채	7,399	9,101	8,172	9,298	10,079
매입채무 및 기타채무	5,107	5,946	6,448	6,954	10,206
단기차입금	526	216	599	1,218	-1,253
유동성장기부채	1,000	2,000	0	0	0
비유동부채	6,395	6,717	6,800	5,300	2,800
장기차입금	0	0	0	0	0
사채	5,989	6,486	6,487	4,987	2,487
부채총계	13,794	15,818	14,972	14,598	12,879
지배지분	6,615	6,675	8,351	10,748	13,886
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	5,512	7,928	11,066
비지배지분	0	7	6	8	8
자본총계	6,615	6,681	8,358	10,756	13,894
순차입금	4,043	3,919	2,118	168	-5,631
총차입금	7,515	8,701	7,085	6,205	1,234

현금흐름표	(단위: 억원)				
결산 (12월)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
영업활동 현금흐름	1,208	2,072	2,934	3,095	6,925
당기순이익	278	253	1,829	2,549	3,271
감가상각비	605	581	606	592	632
외환손익	8	4	-10	0	0
종속, 관계기업관련손익	111	80	8	0	0
자산부채의 증감	-227	664	113	-266	2,825
기타현금흐름	432	490	387	219	197
투자활동 현금흐름	1,481	-1,621	-779	-586	-586
투자자산	1,872	-893	-114	0	0
유형자산 증가 (CAPEX)	-668	-649	-593	-500	-500
유형자산 감소	2	44	0	0	0
기타현금흐름	276	-123	-73	-86	-86
재무활동 현금흐름	-2,450	853	-1,807	-1,006	-5,096
단기차입금	429	-289	379	620	-2,471
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	-53	8	8
연결범위변동 등 기타	-31	-26	-143	-434	-415
현금의 증감	208	1,278	204	1,070	828
기초 현금	3,258	3,467	4,744	4,948	6,019
기말 현금	3,467	4,744	4,948	6,019	6,847
NOPLAT	790	731	2,534	3,515	4,274
FCF	269	1,143	2,177	2,554	6,254

자료: 유안타증권

주: 1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임

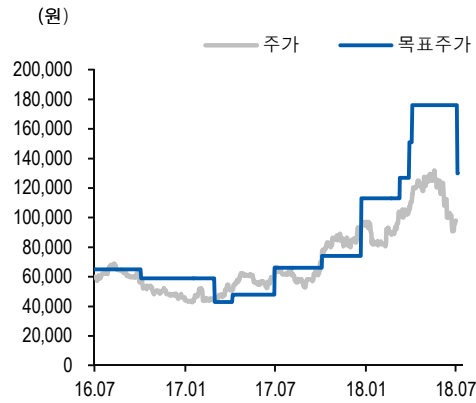
2. PER 등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 주가 기준, 전망치는 현재주가 기준임

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	4,653	6,487	8,326
BPS	16,539	16,687	22,062	28,394	36,684
EBITDAPS	3,836	3,613	8,108	10,467	12,409
SPS	92,883	100,287	118,727	142,357	157,384
DPS	350	350	350	350	350
PER	90.1	93.3	21.1	15.1	11.8
PBR	3.8	3.6	4.4	3.5	2.7
EV/EBITDA	19.0	19.1	12.6	9.3	6.7
PSR	0.7	0.6	0.8	0.7	0.6

재무비율	(단위: 배, %)				
결산 (12월)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
매출액 증가율 (%)	14.3	8.0	18.4	19.9	10.6
영업이익 증가율 (%)	2.4	-7.4	246.7	38.7	21.6
지배순이익 증가율 (%)	50.6	-9.1	623.4	39.4	28.3
매출총이익률 (%)	45.1	41.1	43.6	42.8	43.1
영업이익률 (%)	2.1	1.8	5.3	6.2	6.8
지배순이익률 (%)	0.7	0.6	3.9	4.5	5.2
EBITDA 마진 (%)	4.1	3.6	6.8	7.4	7.9
ROIC	4.3	5.0	25.6	34.2	48.8
ROA	1.3	1.2	8.0	10.5	12.5
ROE	4.0	3.8	24.3	26.7	26.6
부채비율 (%)	208.5	236.7	179.1	135.7	92.7
순차입금/자기자본 (%)	61.1	58.7	25.4	1.6	-40.6
영업이익/금융비용 (배)	2.4	3.3	12.8	20.7	126.8

호텔신라 (008770) 투자등급 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2018-07-30	BUY	130,000	1년		
2018-04-30	Strong Buy	176,000	1년	-34.15	-25.00
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	-

자료: 유안타증권

주: 과리율 = (실제주가* - 목표주가) / 목표주가 × 100

* 1) 목표주가 제시 대상시점까지의 "평균주가"

2) 목표주가 제시 대상시점까지의 "최고(또는 최저) 주가"

구분	투자의견 비율(%)
Strong Buy(매수)	2.2
Buy(매수)	84.9
Hold(중립)	12.8
Sell(비중 축소)	0.0
합계	100.0

주: 기준일 2018-07-27

※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.