

2018. 7. 30



▲ 유통/화장품

Analyst 양지혜

02. 6098-6667

jihye.yang@meritz.co.kr

Buy

적정주가 (12개월) 150,000 원

현재주가 (7.27) 98,000 원

상승여력 53.1%

KOSPI 2,294.99pt

시가총액 38,463억원

발행주식수 3,925만주

유동주식비율 77.19%

외국인비중 34.55%

52주 최고/최저가 132,000원/52,600원

평균거래대금 521.3억원

주요주주(%)

삼성생명보험 외 5 인 17.37

국민연금 12.70

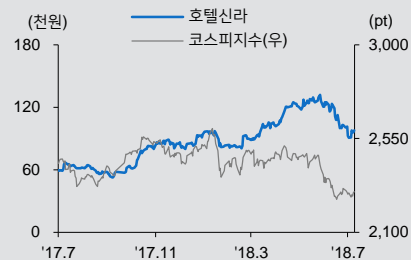
BlackRock Fund Advisors 외 13 인 5.04

주가상승률(%) 1개월 6개월 12개월

절대주가 -15.9 1.0 47.1

상대주가 -14.2 13.3 56.7

주가그래프



호텔신라 008770

럭셔리 호황, 아직 끝나지 않았다

- ✓ 2Q 매출액 1,17조원 (+46.7% YoY), 영업이익 695억원 (+302.6% YoY) 기록
- ✓ 시내 면세점 호조와 함께 인천공항 제2터미널 및 홍콩공항 신규 효과 반영
- ✓ 중국 중산층의 소득 수준 향상으로 구조적인 럭셔리 소비 성장 지속될 전망
- ✓ 국내 경쟁심화와 웨이상 매출 둔화 가능성을 감안하더라도 업종 내 실적 상위 예상
- ✓ 투자 의견 Buy와 적정주가 150,000원 유지

2Q 시장 컨센서스를 대폭 상회하는 호실적 기록

호텔신라의 2분기 실적은 연결기준 매출액 1,17조원 (+46.7% YoY), 영업이익 695억원 (+302.6% YoY)을 기록하여 시장 컨센서스 영업이익 514억원을 대폭 상회했다. 시내 면세점 호조와 함께 인천공항 제2터미널 및 홍콩공항 신규 효과로 예상보다 높은 매출 성장을 달성했으며, 웨이상들의 구매 확대에 따른 할인률 축소와 알선 수수료를 하락 효과 등이 반영되어 영업이익 또한 크게 증가했다. 특히 시내면세점의 영업이익률이 1분기 9%에서 2분기 11% 수준까지 상승한 것으로 추산된다. 호텔, 레저 사업부는 지난해 인건비 총당금 회수 (30억원 추정)에 따른 기저효과로 -39.6% YoY 감소하였으나 일시적 요인으로 우려할 사항은 아니다. 호텔, 레저 사업부의 실질적인 영업은 투숙률 개선과 서비스 차별화로 실적 호조세를 이어갔다.

중국 중산층의 소득 수준 향상으로 구조적인 럭셔리 소비 성장 지속

과거 중국인들에게 명품은 자신의 부를 과시하는 수단이었다. 최근에는 중국 소비의 질적인 향상과 함께 젊은 층들이 자신의 개성을 표현하는 경험소비, 가치소비로서 명품 구매가 증가하고 있다. 여름철 화장품 비수기로 일부 카테고리의 성장이 둔화될 수 있겠지만 전반적으로는 양호한 성장세가 지속될 전망이다.

투자의견 Buy와 적정주가 150,000 원 유지

호텔신라에 대해 투자의견 Buy와 적정주가 150,000원을 유지한다. 적정주가에 내재된 12MF PER은 35배 (아시아 소비재 평균) 수준이다. 국내 경쟁심화와 다이공 및 웨이상 매출 둔화 가능성을 감안하더라도 환율상승 효과가 더해져 유통업종 내 상대적 실적 우위가 지속될 전망이며 최근 주가 하락폭은 과도하다는 판단이다.

(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
2017	4,011.5	73.1	25.3	637	-9.2	16,687	133.3	5.1	26.0	3.8	236.7
2018E	4,660.8	224.7	145.7	3,705	481.9	19,998	26.5	4.9	14.4	19.9	195.1
2019E	5,216.6	254.9	169.5	4,312	16.4	23,904	22.7	4.1	12.9	19.3	159.0
2020E	5,738.2	286.9	195.6	4,976	15.4	28,462	19.7	3.4	11.5	18.7	129.8

표1 호텔신라 2Q18 Earnings Review

(십억원)	2Q18P	2Q17	(% YoY)	1Q18	(% QoQ)	메리츠	(% diff.)	컨센서스	(% diff.)
매출액	1,174.9	801.0	46.7	1,125.5	4.4	1,139.1	3.1	1,129.2	4.1
영업이익	69.5	17.3	302.6	44.2	57.3	51.2	35.7	51.4	35.1
지배주주순이익	52.6	3.0	1,668.0	31.7	65.7	29.9	75.8	30.8	70.5
영업이익률 (%)	5.9			3.9		4.5		4.6	1.4%p
지배주주순이익률 (%)	4.5			2.8		2.6		2.7	1.7%p

자료: 메리츠증권증권 리서치센터

표2 추정치 변경 내역

(십억원)	수정 전		수정 후		변화율 (%)	
	2018E	2019E	2018E	2019E	2018E	2019E
매출액	4,913.7	5,572.1	4,660.8	5,216.5	-5.1	-6.4
영업이익	217.0	274.8	224.7	254.9	3.6	-7.2
지배주주순이익	140.7	185.4	145.7	169.5	3.5	-8.6

주: 2018년 매출액 변화는 K-IFRS 1115호 도입에 따른 변경분 반영

자료: 메리츠증권증권 리서치센터

표3 호텔신라 분기별 실적 추이 및 전망 (연결기준)

(십억원)	2017	1Q18	2Q18P	3Q18E	4Q18E	2018E	1Q19E	2Q19E	3Q19E	4Q19E	2019E
매출액	4,011.4	1,125.5	1,174.9	1,253.8	1,106.6	4,660.8	1,258.1	1,315.0	1,401.7	1,241.8	5,216.5
증가율 (% YoY)	8.0	28.1	46.7	17.5	24.0	16.2	11.8	11.9	11.8	12.2	11.9
TR	3,571.9	1,013.7	1,054.9	1,127.0	982.8	4,178.4	1,140.9	1,186.2	1,264.0	1,108.3	4,699.3
시내점	2,292.6	581.4	613.2	679.6	546.5	2,420.7	622.1	656.1	727.2	584.7	2,590.1
공항점	1,279.3	432.3	441.7	447.4	436.3	1,757.7	518.8	530.0	536.9	523.6	2,109.2
호텔&레저	439.5	111.8	120.0	126.8	123.8	482.4	117.2	128.8	137.7	133.5	517.2
서울	145.2	34.0	39.6	37.6	41.3	152.5	34.7	40.0	38.4	41.7	154.8
제주	76.4	16.4	19.4	24.7	17.4	77.9	17.2	20.6	26.4	18.3	82.5
기타 (스테이)	122.7	28.7	31.8	38.0	38.5	137.0	33.0	36.6	43.6	44.3	157.5
레저	95.2	29.4	28.8	26.6	26.6	111.3	32.3	31.7	29.2	29.2	122.5
증가율 (% YoY)											
TR	7.4	29.5	52.6	18.7	26.6	17.0	12.5	12.4	12.2	12.8	12.5
시내점	10.8	22.0	54.0	10.0	15.0	5.6	7.0	7.0	7.0	7.0	7.0
공항점	1.7	41.2	50.7	35.0	45.0	37.4	20.0	20.0	20.0	20.0	20.0
호텔&레저	12.8	16.6	9.4	7.5	6.8	9.8	4.9	7.3	8.5	7.8	7.2
서울	1.1	13.0	6.2	2.0	1.0	5.1	2.0	1.0	2.0	1.0	1.5
제주	-0.3	1.9	-2.5	5.0	3.0	1.9	5.0	6.0	7.0	5.0	5.9
기타 (스테이)	27.5	17.6	10.4	10.0	10.0	11.6	15.0	15.0	15.0	15.0	15.0
레저	30.1	16.2	21.5	15.0	15.0	16.9	10.0	10.0	10.0	10.0	10.0
비중 (%)											
TR	89.0	90.1	89.8	89.9	88.8	89.6	90.7	90.2	90.2	89.2	90.1
시내점	57.2	51.7	52.2	54.2	49.4	51.9	49.4	49.9	51.9	47.1	49.7
공항점	31.9	38.4	37.6	35.7	39.4	37.7	41.2	40.3	38.3	42.2	40.4
호텔&레저	11.0	9.9	10.2	10.1	11.2	10.4	9.3	9.8	9.8	10.8	9.9
서울	3.6	3.0	3.4	3.0	3.7	3.3	2.8	3.0	2.7	3.4	3.0
제주	1.9	1.5	1.7	2.0	1.6	1.7	1.4	1.6	1.9	1.5	1.6
기타 (스테이)	3.1	2.5	2.7	3.0	3.5	2.9	2.6	2.8	3.1	3.6	3.0
레저	2.4	2.6	2.5	2.1	2.4	2.4	2.6	2.4	2.1	2.4	2.3
매출원가	2,363.0	594.1	652.1	702.1	630.7	2,579.1	666.8	736.4	793.3	714.0	2,910.6
증가율 (% YoY)	15.9	N/A	N/A	13.1	24.4	9.1	12.2	12.9	13.0	13.2	12.9
매출원가율 (%)	58.9	52.8	55.5	56.0	57.0	55.3	53.0	56.0	56.6	57.5	55.8
매출총이익	1,648.5	531.4	522.9	551.7	475.8	2,081.8	591.3	578.6	608.3	527.8	2,306.0
증가율 (% YoY)	-1.6	N/A	N/A	23.5	23.6	26.3	11.3	10.7	10.3	10.9	10.8
매출총이익률 (%)	41.1	47.2	44.5	44.0	43.0	44.7	47.0	44.0	43.4	42.5	44.2
판관비	1,575.4	487.2	453.4	490.9	425.6	1,857.1	541.9	498.8	539.2	471.1	2,051.1
증가율 (% YoY)	-1.3	N/A	N/A	17.9	15.2	17.9	11.2	10.0	9.8	10.7	10.4
판관비율 (%)	39.3	43.3	38.6	39.2	38.5	39.8	43.1	37.9	38.5	37.9	39.3
영업이익	73.0	44.2	69.5	60.7	50.3	224.7	49.4	79.7	69.1	56.7	254.9
증가율 (% YoY)	-7.5	341.7	301.7	100.5	223.9	207.6	11.8	14.8	13.8	12.7	13.5
영업이익률 (%)	1.8	3.9	5.9	4.8	4.5	4.8	3.9	6.1	4.9	4.6	4.9
TR	58.5	47.6	64.0	53.0	44.2	208.8	52.5	73.5	60.7	49.9	236.6
증가율 (% YoY)	-25.9	181.7	680.5	125.4	346.7	256.9	10.3	14.9	14.5	12.8	13.3
영업이익률 (%)	1.6	4.7	6.1	4.7	4.5	5.0	4.6	6.2	4.8	4.5	5.0
호텔&레저	14.6	-3.4	5.5	7.8	6.0	15.9	-3.1	6.2	8.5	6.8	18.4
증가율 (% YoY)	흑전	적지	-39.6	14.4	7.5	8.7	적지	13.0	8.7	12.1	15.6
영업이익률 (%)	3.3	-3.1	4.6	6.1	4.9	3.3	-2.6	4.8	6.1	5.1	3.6

주: K-IFRS 1115호 도입에 따른 매출 변경분 반영 기준

자료: 메리츠증권증권 리서치센터

호텔신라 (008770)

Income Statement

(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	3,715.3	4,011.5	4,660.8	5,216.6	5,738.2
매출액증가율 (%)	14.3	8.0	16.2	11.9	10.0
매출원가	2,039.5	2,362.9	2,579.1	2,910.6	3,196.2
매출총이익	1,675.8	1,648.7	2,081.8	2,306.0	2,542.0
판매관리비	1,596.8	1,575.6	1,857.1	2,051.1	2,255.1
영업이익	79.0	73.1	224.7	254.9	286.9
영업이익률	2.1	1.8	4.8	4.9	5.0
금융손익	-10.7	-14.8	-15.1	-13.7	-10.9
중속/관계기업손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	-15.8	-13.5	-10.0	-9.0	-8.0
세전계속사업이익	52.4	44.8	199.6	232.2	268.0
법인세비용	24.6	19.5	53.9	62.7	72.4
당기순이익	27.8	25.3	145.7	169.5	195.6
지배주주지분 순이익	27.8	25.3	145.7	169.5	195.6

Statement of Cash Flow

(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
영업활동 현금흐름	120.8	207.2	148.5	219.5	246.5
당기순이익(손실)	27.8	25.3	145.7	169.5	195.6
유형자산상각비	60.5	58.1	60.5	61.7	62.9
무형자산상각비	14.0	13.3	12.1	8.8	6.3
운전자본의 증감	-22.7	66.4	-93.3	-41.9	-36.9
투자활동 현금흐름	148.1	-162.1	-117.0	-105.2	-97.7
유형자산의증가(CAPEX)	-66.8	-64.9	-70.0	-65.0	-60.0
투자자산의감소(증가)	179.5	-82.9	-46.4	-39.7	-37.2
재무활동 현금흐름	-245.1	85.3	-86.7	-134.6	-131.9
차입금의 증감	-106.7	118.6	-50.0	-100.0	-100.0
자본의 증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	20.8	127.8	-55.2	-20.4	16.9
기초현금	325.8	346.7	474.4	419.2	398.8
기말현금	346.7	474.4	419.2	398.8	415.8

Balance Sheet

(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
유동자산	1,079.1	1,198.4	1,267.5	1,348.3	1,460.2
현금및현금성자산	346.7	474.4	419.2	398.8	415.8
매출채권	117.9	77.1	113.3	126.8	139.5
재고자산	471.3	499.8	564.2	631.4	694.6
비유동자산	961.8	1,051.5	1,095.2	1,129.4	1,157.4
유형자산	706.9	693.1	702.6	705.9	702.9
무형자산	48.2	43.8	31.7	22.9	16.6
투자자산	203.5	286.4	332.7	372.4	409.7
자산총계	2,041.0	2,249.9	2,362.8	2,477.8	2,617.6
유동부채	739.9	910.1	886.8	892.3	896.9
매입채무	205.7	272.9	278.0	311.2	342.3
단기차입금	52.7	21.6	21.6	21.6	21.6
유동성장기부채	100.0	200.0	150.0	100.0	50.0
비유동부채	639.5	671.7	675.4	628.6	581.6
사채	598.9	648.6	648.6	598.6	548.6
장기차입금	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
부채총계	1,379.4	1,581.8	1,562.2	1,520.9	1,478.5
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	-6.2	-6.2	-6.2	-6.2
이익잉여금	371.3	381.6	514.0	670.2	852.5
비지배주주지분	0.0	0.7	0.7	0.7	0.7
자본총계	661.5	668.1	800.6	956.8	1,139.1

Key Financial Data

	2016	2017	2018E	2019E	2020E
주당데이터(원)					
SPS	94,662	102,209	118,753	132,912	146,203
EPS(지배주주)	702	637	3,705	4,312	4,976
CFPS	4,246	3,964	7,320	8,061	8,871
EBITDAPS	3,910	3,682	7,575	8,291	9,075
BPS	16,539	16,687	19,998	23,904	28,462
DPS	350	350	350	350	350
배당수익률(%)	0.7	0.4	0.4	0.4	0.4
Valuation(Multiple)					
PER	68.6	133.3	26.5	22.7	19.7
PCR	11.3	21.4	13.4	12.2	11.0
PSR	0.5	0.8	0.8	0.7	0.7
PBR	2.9	5.1	4.9	4.1	3.4
EBITDA	153.5	144.5	297.3	325.4	356.2
EV/EBITDA	15.1	26.0	14.4	12.9	11.5
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	4.0	3.8	19.9	19.3	18.7
EBITDA 이익률	4.1	3.6	6.4	6.2	6.2
부채비율	208.5	236.7	195.1	159.0	129.8
금융비용부담률	0.9	0.6	0.5	0.4	0.3
이자보상배율(x)	2.4	3.3	9.6	11.9	15.4
매출채권회전율(x)	40.7	41.1	48.9	43.4	43.1
재고자산회전율(x)	7.9	8.3	8.8	8.7	8.7

Compliance Notice

동 자료는 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 2018년 7월 30일 현재 동 자료에 언급된 종목을 유가증권(DR, CB, IPO, 시장조성 등) 발행 관련하여 지난 6개월 간 주간사로 참여하지 않았습니다. 당사는 2018년 7월 30일 현재 동 자료에 언급된 종목을 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다. 당사의 조사분석 담당자는 2018년 7월 30일 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)

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 이용하시는 분은 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)	

투자 의견 비율

투자 의견	비율
매수	97.1%
중립	2.9%
매도	0.0%

2018년 6월 30일 기준으로
최근 1년간 금융투자상품에 대하여
공표한 최근일 투자등급의 비율

호텔신라 (008770) 투자등급변경 내용

* 적정가격 대상시장: 1년

추천 확정일자	자료 형식	투자 의견	적정주가 (원)	담당자	과리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
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	-20.3	-11.7	
2018.02.27	산업브리프	Buy	110,000	양지혜	-18.8	-4.1	
2018.04.13	기업브리프	Buy	125,000	양지혜	-15.8	-11.6	
2018.04.30	기업브리프	Buy	143,000	양지혜	-14.4	-10.5	
2018.06.04	산업분석	Buy	150,000	양지혜	-18.0	-12.0	
2018.07.04	기업브리프	Buy	150,000	양지혜	-25.2	-12.0	
2018.07.30	기업브리프	Buy	150,000	양지혜	-	-	