

SK COMPANY Analysis



Analyst
손윤경, CFA
skcase1976@sk.com
02-3773-8477

Company Data

자본금	2,000 억원
발행주식수	4,000 만주
자사주	215 만주
액면가	5,000 원
시가총액	36,187 억원
주요주주	
삼성생명보험(주)(외)	17.24%
국민연금공단	12.06%
외국인지분률	33.70%
배당수익률	0.40%

Stock Data

주가(18/10/08)	92,200 원
KOSPI	2253.83 pt
52주 Beta	1.39
52주 최고가	132,000 원
52주 최저가	57,100 원
60일 평균 거래대금	517 억원

주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	-9.2%	-8.0%
6개월	-8.3%	-1.1%
12개월	58.4%	68.3%

호텔신라 (008770/KS | 매수(유지) | T.P 155,000 원(유지))

아직은 추세적으로 상승하는 국면

전년도 하반기부터 추세적인 상승을 했던 동사 주가는 6월 큰 폭으로 조정. 이후 주가는 이렇다 할 반등을 보여주지 못하고 있음. 면세점과 관련해 다양한 악재가 이어지고 있기 때문. 단기 주가의 가파른 회복을 기대하는 것은 쉽지 않을 수 있음. 그럼에도 불구하고 장기 관점에서는 현재가 매수 기회라 판단. 면세점의 주요 고객인 중국인 출국수요가 위축될 가능성이 높지 않고, 이들의 해외 소비를 효과적으로 흡수할 수 있는 글로벌 인프라를 동사가 형성했기 때문, 동사의 장기 고성장 스토리는 유효.

하반기 주가는 횡보 중, 현재는 매수 기회

전년도 하반기부터 추세적인 상승을 했던 동사 주가는 6월 큰 폭으로 조정. 이후 주가는 이렇다 할 반등을 보여주지 못하고 있음. 큰 폭의 주가 하락은 장기간 큰 폭으로 상승한 주가로 차익실현 욕구가 있는 가운데, 위안화 약세 및 중국의 파이공 규제 가능성 등의 악재가 있었기 때문. 여기에 10월 초 중국에서 면세 한도를 초과한 여행자들에게 벌금을 부과했다는 사실이 알려지며 투자 심리를 더 위축시킴. 당사 역시 중국의 면세한도 규제가 단기적으로 동사의 주요 고객인 파이공 활동을 위축시켜 실적을 악화시킬 수 있을 것으로 판단. 단기적으로 가파른 주가 회복은 쉽지 않을 전망.

그럼에도 불구하고 장기 관점에서는 현재가 저가 매수 기회라 판단. 중국인 출국수요를 기초로 한 면세점 시장은 여전히 장기 고성장이 기대되기 때문. 투자여건 매수와 목표주가 155,000 원을 유지.

국내외에서 증가하는 중국 관광객의 면세점 수요를 흡수

중국의 인당 GDP는 중/단기 부침이 있더라도 지속적으로 성장할 것. 이에 따라 중국의 출국수요 역시 꾸준히 증가할 전망. 아직 중국의 인구 대비 출국자 비중은 10% 수준에 불과해 소득 증가가 해외 여행 수요 확대를 이끌기 충분. 동사는 국내 면세점 사업자 중 가장 적극적으로 해외 진출을 추진하여 가시적인 성과를 얻고 있음. 싱가포르, 홍콩 공항에서 향수/화장품을 단독으로 판매하고 있으며 태국과 일본 등에서도 시내 면세점을 운영 중. 중국인 출국 수요 중 한국을 찾는 비중은 3%~6%에 불과(2015년 6%가 가장 높은 수준). 한국 이외의 국가로 여행하는 중국인들의 소비를 흡수할 수 있는 인프라를 형성했다는 점에서 동사의 성장성은 다른 면세점 사업자 대비 현저히 높은 것으로 평가.

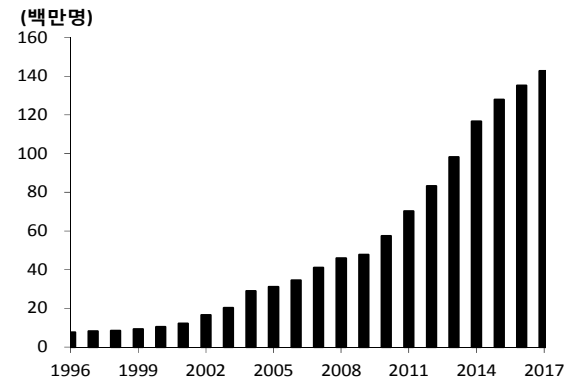
영업실적 및 투자지표

구분	단위	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	억원	32,517	37,153	40,115	48,922	59,756	71,481
yoy	%	11.8	14.3	8.0	22.0	22.2	19.6
영업이익	억원	772	790	731	2,423	3,265	4,233
yoy	%	-44.5	2.4	-7.5	231.5	34.7	29.7
EBITDA	억원	1,512	1,535	1,445	3,107	3,858	4,744
세전이익	억원	440	524	448	2,241	2,976	3,810
순이익(지배주주)	억원	185	278	253	1,736	2,255	2,888
영업이익률%	%	2.4	2.1	1.8	5.0	5.5	5.9
EBITDA%	%	4.7	4.1	3.6	6.4	6.5	6.6
순이익률	%	0.6	0.8	0.6	3.6	3.8	4.0
EPS	원	462	696	632	4,340	5,639	7,219
PER	배	167.3	69.2	134.3	21.2	16.4	12.8
PBR	배	4.2	2.9	5.1	4.5	3.6	2.8
EV/EBITDA	배	24.0	15.2	26.1	12.5	9.4	7.0
ROE	%	2.5	4.0	3.8	23.3	24.4	24.8
순차입금	억원	5,318	4,044	3,922	1,997	-429	-3,570
부채비율	%	192.6	208.5	236.7	179.4	161.9	145.1

목표주가 산정

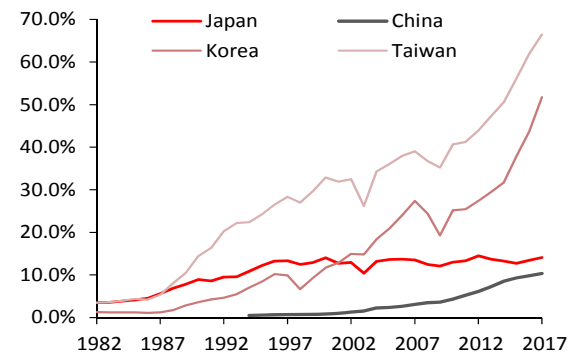
Valuation	2018E	2019E	2020E
면세점 가치		38,325	
매출액	44,568	54,751	65,770
PSR		0.7x	
호텔 가치		26,536	
Nopat	2,463	2,948	3,461
Nopat 대비 Multiple		9.0x	
적정기업가치		64,861	
순차입		3,500	
적정시가총액		61,361	
우선주 시가총액		419	
보통주 시가총액		60,942	
보통주 주식수(천주)		39,248	
보통주 적정주가(원)		155,274	

중국인 출국자수 추이



자료: CEC

주요 아시아 국가 인구 대비 출국자 비중



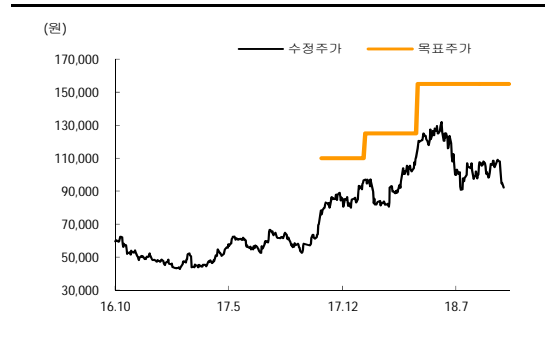
자료: CEC

호텔신라 실적 전망(2016년부터 신회계기준 적용한 매출)

	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18E	4Q18E	2013년	2014년	2015년	2016년	2017년	2018년E	2019년E	2020년E
매출	8,786	8,010	9,424	8,920	11,255	11,431	13,313	12,923	22,970	28,795	31,805	35,521	35,140	48,922	59,756	71,481
면세유통	7,827	6,914	8,244	7,761	10,137	10,549	12,125	11,757	20,795	26,041	29,181	32,001	30,746	44,568	54,751	65,770
시내	4,765	3,983	5,099	4,752	5,814	6,132	7,230	6,906	11,520	15,127	16,043	15,846	18,599	26,082	31,302	36,797
공항(해외포함)	3,062	2,923	3,145	3,009	4,323	4,417	4,895	4,851	9,275	10,913	13,138	12,574	12,139	18,486	23,449	28,973
호텔레저	706	860	949	928	808	594	952	930	1,649	2,444	2,624	3,165	3,443	3,283	3,931	4,615
서울	301	373	369	409	340	396	399	442	736	1,424	1,376	1,436	1,452	1,576	1,702	1,839
제주	161	199	235	169	164	194	247	177	737	739	713	766	764	782	821	862
스테이 등	244	288	345	350	304	322	307	311	176	281	535	963	1,227	1,243	1,408	1,914
생활레저	253	237	231	231	294	288	236	236	548	607	712	732	952	1,053	1,074	1,096
영업이익	100	173	303	155	442	695	743	543	867	1,395	771	790	731	2,423	3,265	4,233
면세유통	169	82	235	99	476	640	655	470	981	1,502	910	790	585	2,241	3,029	3,939
호텔레저	-69	91	68	56	-34	55	88	73	-237	-205	-270	0	146	182	236	295
2016년부터 생활레저 포함)																
생활레저									122.74	105	131					
영업이익률	1.1%	2.2%	3.2%	1.7%	3.9%	6.1%	5.6%	4.2%	3.8%	4.8%	2.4%	2.2%	2.1%	5.0%	5.5%	5.9%
면세유통	2.2%	1.2%	2.9%	1.3%	4.7%	6.1%	5.4%	4.0%	4.7%	5.8%	3.1%	2.5%	1.9%	5.0%	5.5%	6.0%
호텔레저	-9.8%	10.6%	7.2%	6.0%	-4.2%	9.3%	9.3%	7.8%	-14.4%	-8.4%	-10.3%	0.0%	4.2%	5.5%	6.0%	6.4%
세전이익	53	71	205	119	415	648	692	486	161	1,143	439	524	447	2,241	2,975	3,810
세전이익률	0.6%	0.9%	2.2%	1.3%	3.7%	5.7%	5.2%	3.8%	0.7%	4.0%	1.4%	1.5%	1.3%	4.6%	5.0%	5.3%
당기순이익	27	30	126	70	317	526	524	369	109	740	184	278	253	1,736	2,255	2,888
지배주주순이익	27	30	126	70	317	526	524	369	109	740	184	278	253	1,736	2,255	2,888

자료: 호텔신라, SK 증권

일시	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가대비	최고(최저) 주가대비
2018.10.11	매수	155,000원	6개월		
2018.08.02	매수	155,000원	6개월	-28.78%	-14.84%
2018.07.12	매수	155,000원	6개월	-25.65%	-14.84%
2018.05.29	매수	155,000원	6개월	-22.27%	-14.84%
2018.04.30	매수	155,000원	6개월	-21.52%	-17.74%
2018.04.01	매수	125,000원	6개월	-25.35%	-11.60%
2018.03.26	매수	125,000원	6개월	-28.99%	-22.32%
2018.02.28	매수	125,000원	6개월	-29.46%	-22.32%
2018.01.22	매수	125,000원	6개월	-29.05%	-22.32%
2017.12.01	매수	110,000원	6개월	-22.50%	-12.18%
2017.11.01	매수	110,000원	6개월	-24.73%	-20.00%



Compliance Notice

- 작성자(손윤경)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 기관투자자 또는 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.
- 종목별 투자의견은 다음과 같습니다.
- 투자판단 3 단계 (6개월 기준) 15%이상 → 매수 / -15%~-15% → 중립 / -15%미만 → 매도

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2018년 10월 11일 기준)

매수	92.06%	중립	7.94%	매도	0%
----	--------	----	-------	----	----

재무상태표

월 결산(억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
유동자산	10,791	11,984	12,776	16,913	21,842
현금및현금성자산	3,467	4,744	4,776	7,202	10,342
매출채권및기타채권	1,842	1,603	1,777	2,158	2,555
재고자산	4,713	4,998	5,539	6,726	7,966
비유동자산	9,618	10,515	10,228	10,086	10,047
장기금융자산	683	800	796	796	796
유형자산	7,069	6,931	6,533	6,029	5,585
무형자산	482	438	354	262	193
자산총계	20,410	22,499	23,004	26,999	31,889
유동부채	7,399	9,101	7,904	9,506	11,183
단기금융부채	1,526	2,216	301	301	301
매입채무 및 기타채무	2,560	3,220	3,568	4,333	5,132
단기충당부채	57	68	47	32	16
비유동부채	6,395	6,717	6,865	7,185	7,694
장기금융부채	5,989	6,486	6,487	6,487	6,487
장기매입채무 및 기타채무	0	0	0	0	0
장기충당부채	0	0	44	88	132
부채총계	13,794	15,818	14,769	16,691	18,877
지배주주지분	6,615	6,675	8,228	10,300	13,005
자본금	2,000	2,000	2,000	2,000	2,000
자본잉여금	1,966	1,966	1,966	1,966	1,966
기타자본구성요소	-1,045	-1,045	-1,045	-1,045	-1,045
자기주식	-1,045	-1,045	-1,045	-1,045	-1,045
이익잉여금	3,713	3,816	5,419	7,541	10,296
비지배주주지분	0	7	7	7	7
자본총계	6,615	6,681	8,235	10,307	13,012
부채외자본총계	20,410	22,499	23,004	26,999	31,889

현금흐름표

월 결산(억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
영업활동현금흐름	1,095	1,937	2,369	2,637	3,298
당기순이익(손실)	278	253	1,736	2,255	2,888
비현금성항목등	1,388	1,303	1,410	1,602	1,856
유형자산감가상각비	605	581	566	504	445
무형자산감가상각비	140	133	118	90	66
기타	105	162	160	273	461
운전자본감소(증가)	-291	588	-381	-508	-531
매출채권및기타채권의 감소(증가)	-450	402	-74	-381	-398
재고자산감소(증가)	-16	-353	-846	-1,187	-1,240
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	33	703	666	764	799
기타	142	-164	-127	295	308
법인세납부	-280	-207	-396	-713	-915
투자활동현금흐름	1,507	-1,575	-239	108	161
금융자산감소(증가)	1,828	-982	-88	0	0
유형자산감소(증가)	-666	-605	-218	0	0
무형자산감소(증가)	7	7	2	2	2
기타	338	5	63	105	159
재무활동현금흐름	-2,363	941	-2,096	-319	-319
단기금융부채증가(감소)	-983	-1,201	-1,897	0	0
장기금융부채증가(감소)	0	2,491	0	0	0
자본의증가(감소)	-1,005	0	0	0	0
배당금의 지급	-138	-133	-133	-133	-133
기타	-236	-216	-199	-186	-186
현금의 증가(감소)	208	1,278	31	2,426	3,141
기초현금	3,258	3,467	4,744	4,776	7,202
기말현금	3,467	4,744	4,776	7,202	10,342
FCF	2,282	554	2,112	2,559	3,188

자료 : 호텔신라, SK증권 추정

포괄손익계산서

월 결산(억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	37,153	40,115	48,922	59,756	71,481
매출원가	0	0	0	0	0
매출총이익	37,153	40,115	48,922	59,756	71,481
매출총이익률 (%)	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
판매비와관리비	36,363	39,384	46,499	56,491	67,248
영업이익	790	731	2,423	3,265	4,233
영업이익률 (%)	2.1	1.8	5.0	5.5	5.9
비영업손익	-265	-283	-182	-289	-423
순금융비용	177	148	121	81	27
외환관련손익	4	61	64	64	64
관계기업투자등 관련손익	-111	-80	-8	0	0
세전계속사업이익	524	448	2,241	2,976	3,810
세전계속사업이익률 (%)	1.4	1.1	4.6	5.0	5.3
계속사업법인세	246	195	505	720	922
계속사업이익	278	253	1,736	2,255	2,888
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	278	253	1,736	2,255	2,888
순이익률 (%)	0.8	0.6	3.6	3.8	4.0
지배주주	278	253	1,736	2,255	2,888
지배주주귀속 순이익률(%)	0.75	0.63	3.55	3.77	4.04
비지배주주	0	0	0	0	0
총포괄이익	319	192	1,686	2,205	2,838
지배주주	319	192	1,686	2,205	2,838
비지배주주	0	0	0	0	0
EBITDA	1,535	1,445	3,107	3,858	4,744

주요투자지표

월 결산(억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
성장성 (%)					
매출액	14.3	8.0	22.0	22.2	19.6
영업이익	2.4	-7.5	231.5	34.7	29.7
세전계속사업이익	19.2	-14.6	400.9	32.8	28.0
EBITDA	1.5	-5.8	115.0	24.2	23.0
EPS(계속사업)	50.6	-9.2	586.6	29.9	28.0
수익성 (%)					
ROE	4.0	3.8	23.3	24.4	24.8
ROA	1.3	1.2	7.6	9.0	9.8
EBITDA마진	4.1	3.6	6.4	6.5	6.6
안정성 (%)					
유동비율	145.8	131.7	161.6	177.9	195.3
부채비율	208.5	236.7	179.4	161.9	145.1
순차입금/자기자본	61.1	58.7	24.3	-4.2	-27.4
EBITDA/이자비용(배)	4.7	6.4	16.1	20.8	25.5
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	696	632	4,340	5,639	7,219
BPS	16,539	16,687	20,570	25,751	32,513
CFPS	2,558	2,418	6,051	7,122	8,497
주당 현금배당금	350	350	350	350	350
Valuation지표 (배)					
PER(최고)	112.8	140.8	30.4	23.4	18.3
PER(최저)	68.0	67.7	18.6	14.3	11.2
PBR(최고)	4.8	5.3	6.4	5.1	4.1
PBR(최저)	2.9	2.6	3.9	3.1	2.5
PCR	18.8	35.1	15.2	13.0	10.9
EV/EBITDA(최고)	23.0	27.3	17.5	13.5	10.3
EV/EBITDA(최저)	15.0	14.6	11.0	8.2	6.0