

2018. 10. 29



## ▲ 유통/화장품

Analyst 양지혜

02. 6098-6667

jihye.yang@meritz.co.kr

## Buy

적정주가 (12개월) 130,000 원

현재주가 (10.26) 72,400 원

상승여력 79.6%

KOSPI 2,027.15pt

시가총액 28,416억원

발행주식수 3,925만주

유동주식비율 77.20%

외국인비중 33.02%

52주 최고/최저가 132,000원/69,400원

평균거래대금 518.2억원

## 주요주주(%)

삼성생명보험 외 5 인 17.36

국민연금 12.07

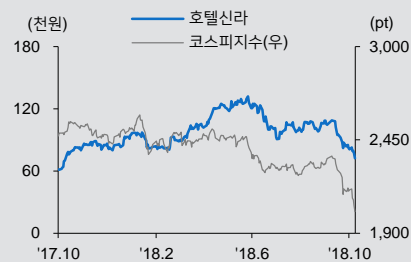
BlackRock Fund Advisors 외 13 인 5.04

주가상승률(%) 1개월 6개월 12개월

절대주가 -30.7 -33.9 4.3

상대주가 -20.1 -19.3 27.7

## 주가그래프



## 호텔신라 008770

## 해외 사업에 대한 기대감 상향

- ✓ 3Q 매출액 1,22조원 (+29.4% YoY), 영업이익 680억원 (+124.2% YoY) 기록
- ✓ 일시적인 알선수수료율 상승으로 2Q 대비 영업이익률 0.3%pt 소폭 하락
- ✓ 국내 상위 면세점 과점화 구도 형성, 해외사업에서의 의미있는 손익 개선 주목
- ✓ 중국 경기 우려 및 웨이상 둔화 가능성을 감안하더라도 업종 내 실적 우위 예상
- ✓ 투자의견 Buy 유지, 적정주가 130,000원으로 하향

## 3Q 시장 컨센서스를 충족하는 호실적 기록

호텔신라의 3분기 실적은 연결기준 매출액 1,22조원 (+29.4% YoY), 영업이익 680억원 (+124.2% YoY)을 기록하여 시장 컨센서스를 대체로 충족했다. 시내 면세점 호조와 함께 인천공항 제2터미널 및 홍콩공항 신규 효과로 양호한 매출 성장을 달성했다. 3분기 일시적인 알선수수료율 상승으로 2분기 대비 영업이익률은 0.3%pt 하락했으나 전년동기대비 +124.2% YoY 영업이익이 급증했다. 특히 해외사업 (연결-별도)에서 매출액 2,588억원 (+80.6% YoY), 영업이익 28억원 (흑자전환)을 달성하여 2014년 이후 처음으로 흑자전환한 것으로 판단된다.

## 국내 상위 면세점 과점화 구도 형성, 해외 의미있는 손익 개선 주목

국내 상위 면세사업자들은 과점화된 시장 구도를 형성하고 있어 일시적인 알선수수료율 상승에 따른 경쟁심화 우려감은 과도하다고 판단한다. 한편 호텔신라는 2018년부터 홍콩공항 면세점의 화장품 및 명품 부문을 운영하고 있다. 중국 정부의 적극적인 인프라 구축 프로젝트에 따른 홍콩 현지 중국인 공항 이용객 증가로 싱가포르 공항은 효율성 향상으로 해외법인의 실적 개선이 더욱 뚜렷할 전망이다.

## 투자의견 Buy 유지, 적정주가 130,000 원으로 하향

호텔신라에 대해 투자의견 Buy를 유지하고 미중 무역분쟁에 따른 중국 경기 우려감을 반영하여 적정주가를 150,000원에서 130,000원으로 하향한다. 2019년 EPS 추정치를 -6.4%, 목표 PER을 35배에서 30배로 하향 조정했다. 중국 웨이상 매출 둔화 가능성을 감안하더라도 2019년 안정적 고성장 (중국 화장품 시장 성장률 +10~15% YoY 수준)이 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	4,627.4	229.3	149.3	3,796	496.3	20,088	20.3	3.8	11.4	20.3	187.8
2019E	5,202.9	265.6	177.8	4,522	19.1	24,200	17.1	3.2	10.0	20.1	151.8
2020E	5,723.1	309.1	212.4	5,405	19.5	29,178	14.3	2.6	8.5	19.9	122.2

표1 호텔신라 3Q18 Earnings Review

(십억원)	3Q18P	3Q17	(% YoY)	2Q18	(% QoQ)	메리츠	(% diff.)	컨센서스	(% diff.)
매출액	1,220.4	943.1	29.4	1,174.9	3.9	1,253.8	-2.7	1,294.9	-5.8
영업이익	68.0	30.3	124.2	69.5	-2.2	68.9	-1.4	69.1	-1.6
지배주주순이익	43.6	12.6	246.5	52.6	-17.0	37.1	17.6	43.6	0.1
영업이익률 (%)	5.6			5.9		5.5		5.3	0.2%p
지배주주순이익률 (%)	3.6			4.5		3.0		3.4	0.2%p

자료: 메리츠증권증권 리서치센터

표2 추정치 변경 내역

(십억원)	수정 전		수정 후		변화율 (%)	
	2018E	2019E	2018E	2019E	2018E	2019E
매출액	4,660.8	5,240.8	4,627.4	5,202.9	-0.7	-0.7
영업이익	233.6	282.1	229.3	265.6	-1.9	-5.9
지배주주순이익	152.4	189.9	149.3	177.8	-2.1	-6.4

자료: 메리츠증권증권 리서치센터

표3 호텔신라 분기별 실적 추이 및 전망 (연결기준)

(십억원)	2017	1Q18	2Q18	3Q18P	4Q18E	2018E	1Q19E	2Q19E	3Q19E	4Q19E	2019E
매출액	4,011.4	1,125.5	1,174.9	1,220.4	1,106.6	4,627.4	1,263.9	1,321.1	1,370.6	1,247.3	5,202.9
증가율 (% YoY)	8.0	28.1	46.7	29.4	24.0	31.7	12.3	12.4	12.3	12.7	12.4
TR	3,571.9	1,013.7	1,054.9	1,093.5	982.8	4,144.9	1,146.7	1,192.3	1,237.1	1,113.8	4,689.9
시내점	2,292.6	581.4	613.2	625.5	546.5	2,366.6	627.9	662.3	675.5	590.2	2,555.9
공항점	1,279.3	432.3	441.7	468.0	436.3	1,778.3	518.8	530.0	561.6	523.6	2,134.0
호텔&레저	439.5	111.8	120.0	126.9	123.8	482.5	117.2	128.8	133.4	133.5	513.0
증가율 (% YoY)											
TR	7.4	29.5	52.6	32.5	26.6	34.8	13.1	13.0	13.1	13.3	13.1
시내점	10.8	22.0	54.0	22.7	15.0	27.2	8.0	8.0	8.0	8.0	8.0
공항점	1.7	41.2	50.7	48.5	45.0	46.3	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	5.1	7.8	6.3
비중 (%)											
TR	89.0	90.1	89.8	89.6	88.8	89.6	90.7	90.2	90.3	89.3	90.1
시내점	57.2	51.7	52.2	51.3	49.4	51.1	49.7	50.1	49.3	47.3	49.1
공항점	31.9	38.4	37.6	38.3	39.4	38.4	41.0	40.1	41.0	42.0	41.0
호텔&레저	11.0	9.9	10.2	10.4	11.2	10.4	9.3	9.8	9.7	10.7	9.9
영업이익	73.0	44.2	69.5	68.0	47.7	229.3	52.0	79.8	78.8	54.9	265.6
증가율 (% YoY)	-7.5	341.7	301.7	124.3	207.1	213.9	17.8	14.9	16.0	15.2	15.8
영업이익률 (%)	1.8	3.9	5.9	5.6	4.3	5.0	4.1	6.0	5.8	4.4	5.1
TR	58.5	47.6	64.0	59.4	44.2	215.2	53.9	73.9	69.3	51.2	248.3
증가율 (% YoY)	-25.9	181.7	680.5	152.8	346.7	267.9	13.2	15.5	16.6	15.8	15.4
영업이익률 (%)	1.6	4.7	6.1	5.4	4.5	5.2	4.7	6.2	5.6	4.6	5.3
호텔&레저	14.6	-3.4	5.5	8.6	3.4	14.1	-1.9	5.9	9.5	3.7	17.2
증가율 (% YoY)	흑전	적지	-39.6	26.0	-38.9	-3.8	적지	7.3	11.4	6.6	22.5
영업이익률 (%)	3.3	-3.1	4.6	6.8	2.8	2.9	-1.6	4.6	7.2	2.7	3.4

주: K-IFRS 1115호 도입에 따른 매출 변경분 반영 기준

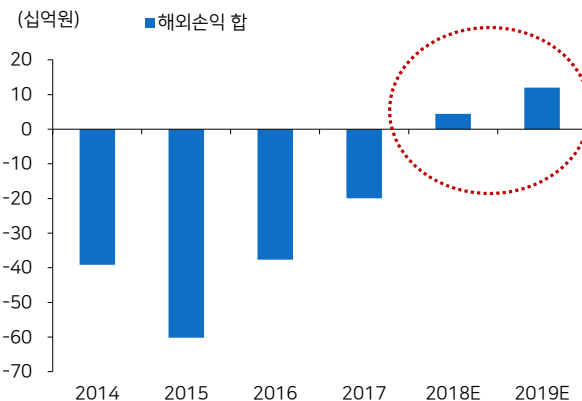
자료: 메리츠증권증권 리서치센터

그림1 호텔신라 연결 해외사업 매출 추이



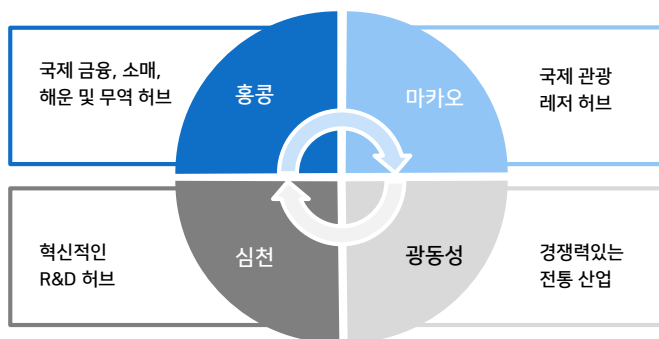
자료: 호텔신라, 메리츠증권증권 리서치센터

그림2 호텔신라 연결 해외사업 손익 추이



자료: 호텔신라, 메리츠증권증권 리서치센터

그림3 중국 정부의 홍콩, 마카오, 선전, 광둥 지역 중장기 성장 목표



자료: HKTDC, 메리츠증권증권 리서치센터

표4 주요 광둥지역 도시 현황

도시	면적 (km2)	인구 (백만명)	GDP (십억달러)	인당 GDP (달러)
<b>광둥-홍콩-마카오 Bay Area</b>	<b>55,904</b>	<b>69.58</b>	<b>1,513.42</b>	<b>21,750</b>
홍콩	1,106	7.41	341.41	46,190
마카오	31	0.65	50.36	77,600
광저우	7,249	14.50	318.15	22,320
선전	1,997	12.53	331.99	27,120
포산	3,798	7.66	141.29	18,450
동관	2,460	8.34	112.18	13,530
후저우	11,347	4.78	56.68	11,880
중산	1,784	3.26	51.05	15,750
장먼	9,505	4.56	39.80	8,740
주하이	1,736	1.77	37.95	22,100
자오칭	14,891	4.12	32.56	7,940

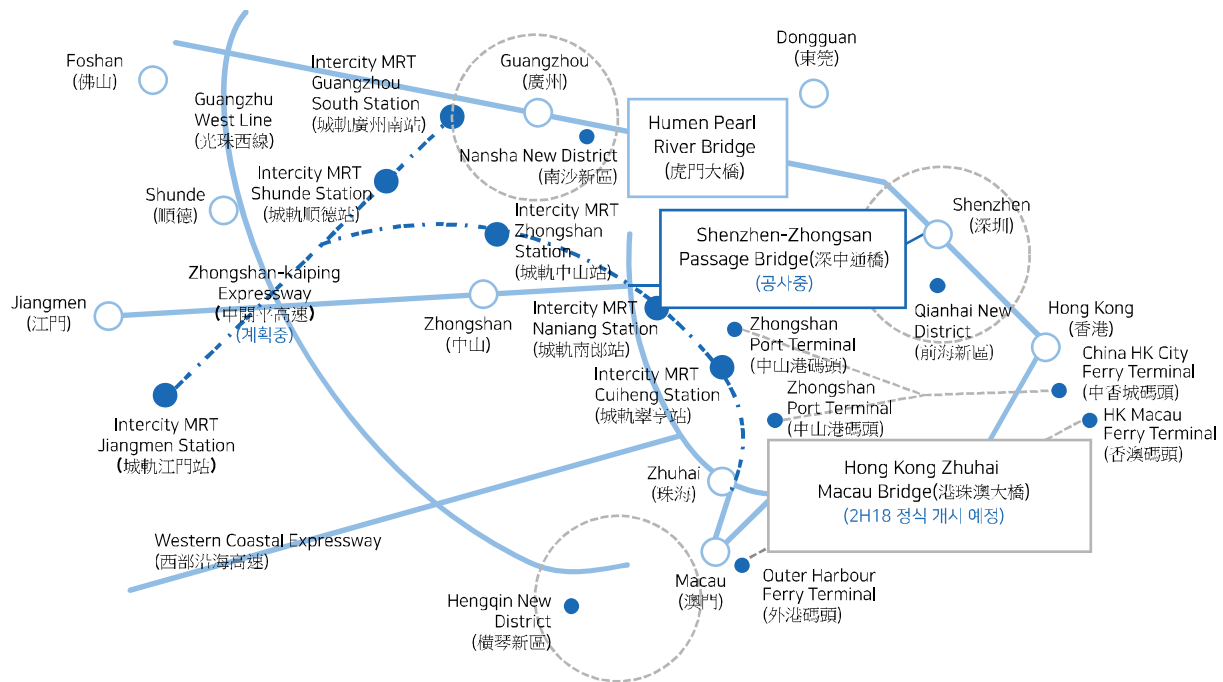
자료: HKTDC, 메리츠증권증권 리서치센터

표5 글로벌 대도시 지역과 비교: 광둥지역 2030년 GDP 4,620억달러까지 성장 전망

	광둥-홍콩-마카오 Bay Area	샌프란시스코 Bay Area	뉴욕 메트로폴리탄 Area	도쿄 Bay Area
면적 (sq km)	55,904.5	17,886.4	21,478.5	36,898.3
인구 (백만명)	69.6	7.6	20.2	44
GDP (십억달러)	1,513.4	470.5	1,657.5	1,774.2
인당GDP (달러)	21,750	102,230	82,050	40,360

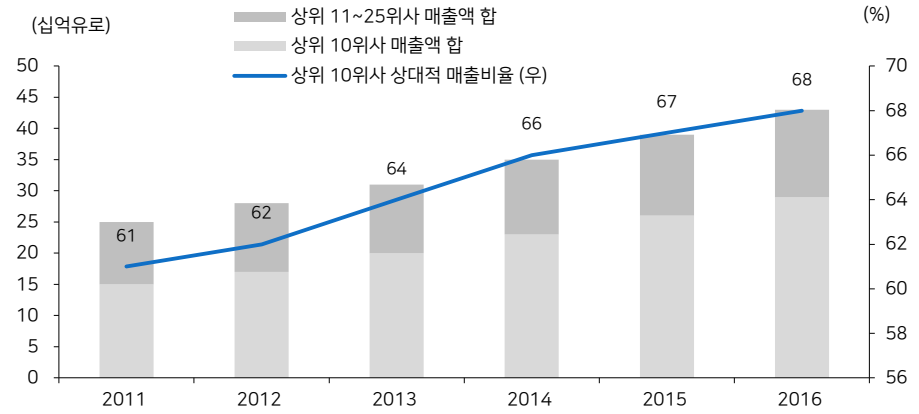
자료: HKTCDC, 샤사인터내셔널, 메리츠증권리서치센터

그림4 광둥 지역의 메가 인프라 구축 프로젝트



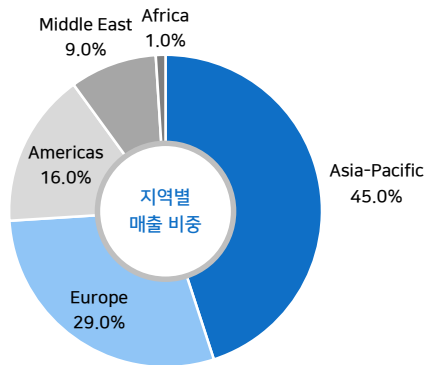
자료: DBS, 샤사인터내셔널, 메리츠증권리서치센터

그림5 글로벌 상위 면세점업체 매출액 추이



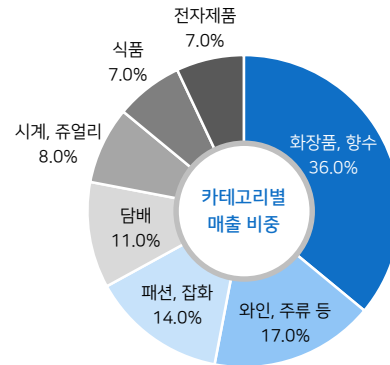
자료: MoodieReport, 메리츠증권증권 리서치센터

그림6 글로벌 면세점 지역별 매출 비중



자료: MoodieReport, 메리츠증권증권 리서치센터

그림7 글로벌 면세점 카테고리별 매출 비중



자료: MoodieReport, 메리츠증권증권 리서치센터

## 호텔신라 (008770)

## Income Statement

(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	3,715.3	4,011.5	4,627.4	5,202.9	5,723.1
매출액증가율 (%)	14.3	8.0	15.4	12.4	10.0
매출원가	2,039.5	2,362.9	2,450.9	2,754.9	3,021.8
매출총이익	1,675.8	1,648.7	2,176.5	2,448.0	2,701.3
판매관리비	1,596.8	1,575.6	1,947.2	2,182.4	2,392.3
영업이익	79.0	73.1	229.3	265.6	309.1
영업이익률	2.1	1.8	5.0	5.1	5.4
금융손익	-10.7	-14.8	-14.8	-13.0	-10.1
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	204.5	243.6	291.0
법인세비용	24.6	19.5	55.2	65.8	78.6
당기순이익	27.8	25.3	149.3	177.8	212.4
지배주주지분 순이익	27.8	25.3	149.3	177.8	212.4

## Statement of Cash Flow

(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
영업활동 현금흐름	120.8	207.2	155.2	224.1	262.1
당기순이익(손실)	27.8	25.3	149.3	177.8	212.4
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	-89.5	-44.1	-36.8
투자활동 현금흐름	148.1	-162.1	-114.6	-106.6	-97.6
유형자산의증가(CAPEX)	-66.8	-64.9	-70.0	-65.0	-60.0
투자자산의감소(증가)	179.5	-82.9	-44.0	-41.1	-37.1
재무활동 현금흐름	-245.1	85.3	-136.0	-133.2	-130.5
차입금의 증감	-106.7	118.6	-100.0	-100.0	-100.0
자본의 증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	20.8	127.8	-95.4	-15.8	34.0
기초현금	325.8	346.7	474.4	379.0	363.2
기말현금	346.7	474.4	379.0	363.2	397.2

## Balance Sheet

(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
유동자산	1,079.1	1,198.4	1,221.3	1,310.2	1,438.9
현금및현금성자산	346.7	474.4	379.0	363.2	397.2
매출채권	117.9	77.1	112.5	126.5	139.1
재고자산	471.3	499.8	560.1	629.8	692.7
비유동자산	961.8	1,051.5	1,092.8	1,128.4	1,156.3
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	330.4	371.4	408.6
자산총계	2,041.0	2,249.9	2,314.1	2,438.7	2,595.3
유동부채	739.9	910.1	884.7	891.5	895.9
매입채무	205.7	272.9	276.0	310.3	341.4
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	625.2	578.6	531.6
사채	598.9	648.6	598.6	548.6	498.6
장기차입금	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
부채총계	1,379.4	1,581.8	1,509.9	1,470.0	1,427.5
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	517.6	682.1	881.2
비지배주주지분	0.0	0.7	0.7	0.7	0.7
자본총계	661.5	668.1	804.2	968.7	1,167.8

## Key Financial Data

	2016	2017	2018E	2019E	2020E
주당데이터(원)					
SPS	94,662	102,209	117,901	132,563	145,820
EPS(지배주주)	702	637	3,796	4,522	5,405
CFPS	4,246	3,964	7,438	8,332	9,435
EBITDAPS	3,910	3,682	7,693	8,561	9,639
BPS	16,539	16,687	20,088	24,200	29,178
DPS	350	350	350	350	350
배당수익률(%)	0.7	0.4	0.5	0.5	0.5
Valuation(Multiple)					
PER	68.6	133.3	20.3	17.1	14.3
PCR	11.3	21.4	10.4	9.3	8.2
PSR	0.5	0.8	0.7	0.6	0.5
PBR	2.9	5.1	3.8	3.2	2.6
EBITDA	153.5	144.5	301.9	336.0	378.3
EV/EBITDA	15.1	26.0	11.4	10.0	8.5
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	4.0	3.8	20.3	20.1	19.9
EBITDA 이익률	4.1	3.6	6.5	6.5	6.6
부채비율	208.5	236.7	187.8	151.8	122.2
금융비용부담률	0.9	0.6	0.5	0.4	0.3
이자보상배율(x)	2.4	3.3	10.1	13.3	18.0
매출채권회전율(x)	40.7	41.1	48.8	43.5	43.1
재고자산회전율(x)	7.9	8.3	8.7	8.7	8.7

## Compliance Notice

동 자료는 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 2018년 10월 29일 현재 동 자료에 언급된 종목의 유가증권(DR, CB, IPO, 시장조성 등) 발행 관련하여 지난 6개월 간 주간사로 참여하지 않았습니다. 당사는 2018년 10월 29일 현재 동 자료에 언급된 종목의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다. 당사의 조사분석 담당자는 2018년 10월 29일 현재 동 자료에 언급된 종목의 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)	

## 투자의견 비율

투자의견	비율
매수	96.3%
중립	3.8%
매도	0.0%

2018년 9월 30일 기준으로  
최근 1년간 금융투자상품에 대하여  
공표한 최근일 투자등급의 비율

## 호텔신라 (008770) 투자등급변경 내용

\* 적정가격 대상시장: 1년

추천 확정일자	자료 형식	투자의견	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	-27.8	-12.0	
2018.09.10	산업분석	Buy	150,000	양지혜	-30.8	-12.0	
2018.10.29	기업브리프	Buy	130,000	양지혜	-	-	