



## BUY(Maintain)

목표주가: 128,000원 (상향)

주가(4/1): 95,700원

시가총액: 37,560억원

음식료/유통

Analyst 박상준, CFA

02) 3787-4807

sjpark@kiwoom.com

## Stock Data

KOSPI (4/1)		2,168.28pt
52 주 주가동향	최고가	최저가
최고/최저가 대비	132,000원	69,500원
등락률	-27.50%	37.70%
수익률	절대	상대
1M	16.7%	18.2%
6M	-11.4%	-4.4%
1Y	-0.2%	12.6%

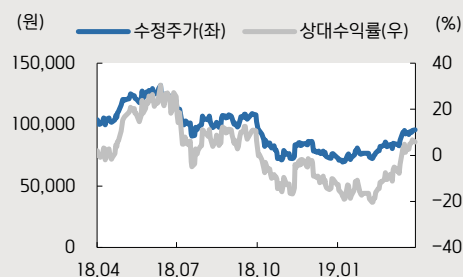
## Company Data

발행주식수	39,248천주
일평균 거래량(3M)	814천주
외국인 지분율	25.0%
배당수익률(19E)	0.4%
BPS(19E)	23,541원
주요 주주	삼성생명보험 외 5 인
	17.3%

## 투자지표

(십억원, IFRS 연결)	2017	2018	2019F	2020F
매출액	3,514.7	4,713.7	5,311.3	5,736.4
영업이익	73.1	209.1	266.3	303.8
EBITDA	144.5	283.7	342.6	381.6
세전이익	44.7	147.0	251.3	291.0
순이익	25.3	110.3	190.5	220.6
지배주주지분순이익	25.3	110.3	190.5	220.6
EPS(원)	632	2,758	4,763	5,515
증감률(% YoY)	-9.1	336.3	72.7	15.8
PER(배)	134.3	27.7	20.0	17.3
PBR(배)	5.09	4.00	4.05	3.32
EV/EBITDA(배)	26.0	12.0	11.8	10.4
영업이익률(%)	2.1	4.4	5.0	5.3
ROE(%)	3.8	15.4	22.3	21.1
순차입금비율(%)	58.7	46.7	28.0	16.2

## Price Trend



## 호텔신라 (008770)

부동산은 강남, 면세점은 강북



호텔신라의 1Q19 연결기준 영업이익은 566억원으로 전망된다. 경쟁력 있는 타이공 중심으로 대형화가 이루어지면서, 1분기 면세점 시장 성장률은 당사의 기존 기대치를 상회할 가능성이 높다. 특히, 당사는 경쟁사와 달리 서울 강남 면세점 출점이 없었기 때문에, 영업레버리지 효과가 가장 강하게 나타날 전망이다.

## &gt;&gt;&gt; 1분기 영업이익 566억원 전망

호텔신라의 1Q19 연결기준 영업이익은 566억원(+28% YoY)으로 전망된다. 1~2월에 이어 3월에도 타이공 수요가 예상 보다 양호해서 매출이 성장세를 지속하고 있고, 중국인 인바운드가 회복세인 점도 긍정적이다. 특히, 중국 전자상거래법 시행 이후, **경쟁력 있는 타이공 중심으로 대형화**가 이루어지면서, 1분기 면세점 시장 성장률은 당사의 기존 기대치를 상회할 가능성이 높다(+17% YoY). 또한, 중기적으로 한중 운수권이 확대되고, 운수권 관리방식이 유연해진 점도 긍정적으로 작용할 것이다.

이러한 시장 규모의 성장에 힘입어, 1분기 면세점 시장 경쟁강도도 예상 보다 높지 않은 편이다. 이에 따라, **전반적인 프로모션 레벨이 4Q18 대비 완화**되고 있기 때문에, 시내점 매출 성장률과 함께 수익성 레벨의 기대치도 상향 조정하였다.

## &gt;&gt;&gt; 19년 영업이익 전망치 2,663억원으로 상향

예상 보다 좋은 면세점 수요와 경쟁강도 완화를 감안하여, 19년 전사 영업이익 추정치를 2,663억원(+27% YoY)으로 상향 조정한다.

**당사는 경쟁사와 달리 서울 강남 면세점 출점이 없었고, 면세점 Pure Player에 가깝기 때문에, 영업레버리지 효과가 가장 강하게 나타날** 전망이다. 더불어, 수익성이 높은 시내점(서울/제주)의 비중이 확대되고, 해외 공방(올해 매출 성장률 +10% 목표)의 실적 턴어라운드가 지속되는 점도 전사 마진 개선 측면에서 긍정적이다(올해 차이/홍콩 합산 OP 흑자전환 전망).

## &gt;&gt;&gt; 투자의견 BUY, 목표주가 12.8만원으로 상향

호텔신라에 대해 투자의견 BUY를 유지하고, 목표주가를 12.8만원으로 상향한다. 면세점 매출 기대치 상향으로 전사 실적 추정치와 목표주가를 상향 조정하였다. 당사에 대해 유통업종 Top Pick 관점을 유지한다.

## 호텔신라 연결기준 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19E	2Q19E	3Q19E	4Q19E	2018	2019E	2020E
<b>영업수익</b>	<b>1,125.5</b>	<b>1,174.9</b>	<b>1,220.4</b>	<b>1,192.8</b>	<b>1,271.2</b>	<b>1,326.2</b>	<b>1,372.3</b>	<b>1,341.6</b>	<b>4,713.7</b>	<b>5,311.3</b>	<b>5,736.4</b>
(YoY)	28.1%	46.7%	29.4%	33.7%	12.9%	12.9%	12.4%	12.5%	34.1%	12.7%	8.0%
<b>별도기준</b>	<b>864.0</b>	<b>918.6</b>	<b>940.0</b>	<b>921.3</b>	<b>981.7</b>	<b>1,043.4</b>	<b>1,068.6</b>	<b>1,048.7</b>	<b>3,643.9</b>	<b>4,142.5</b>	<b>4,476.5</b>
(YoY)	19.2%	41.1%	20.6%	29.5%	13.6%	13.6%	13.7%	13.8%	27.1%	13.7%	8.1%
TR	771.5	818.5	834.7	824.0	887.5	941.4	961.4	949.5	3,248.7	3,739.7	4,066.1
(YoY)	19.6%	46.2%	22.4%	33.8%	15.0%	15.0%	15.2%	15.2%	29.8%	15.1%	8.7%
호텔&레저	92.5	100.1	105.3	97.3	94.2	102.0	107.3	99.2	395.2	402.7	410.4
(YoY)	16.1%	10.2%	8.0%	2.0%	1.9%	1.9%	1.9%	2.0%	8.8%	1.9%	1.9%
<b>연결-별도</b>	<b>261.5</b>	<b>256.3</b>	<b>280.3</b>	<b>271.6</b>	<b>289.5</b>	<b>282.8</b>	<b>303.6</b>	<b>292.9</b>	<b>1,069.7</b>	<b>1,168.8</b>	<b>1,259.9</b>
(YoY)	70.0%	70.8%	71.1%	50.2%	10.7%	10.3%	8.3%	7.8%	65.0%	9.3%	7.8%
TR	242.2	236.4	258.8	247.5	269.8	262.4	281.5	268.4	984.9	1,082.2	1,171.3
(YoY)	75.9%	80.0%	80.6%	54.4%	11.4%	11.0%	8.8%	8.4%	72.0%	9.9%	8.2%
호텔&레저	19.3	19.9	21.6	24.0	19.7	20.4	22.1	24.5	84.8	86.7	88.6
(YoY)	19.1%	5.3%	5.4%	17.1%	2.2%	2.4%	2.3%	2.1%	11.4%	2.2%	2.2%
<b>영업이익</b>	<b>44.2</b>	<b>69.5</b>	<b>68.0</b>	<b>27.5</b>	<b>56.6</b>	<b>72.8</b>	<b>82.0</b>	<b>54.8</b>	<b>209.1</b>	<b>266.3</b>	<b>303.8</b>
(YoY)	342.2%	302.6%	124.2%	77.0%	28.2%	4.7%	20.7%	99.4%	186.1%	27.3%	14.1%
(영업수익 대비%)	3.9%	5.9%	5.6%	2.3%	4.5%	5.5%	6.0%	4.1%	4.4%	5.0%	5.3%
<b>별도기준</b>	<b>45.6</b>	<b>69.5</b>	<b>62.1</b>	<b>25.7</b>	<b>50.2</b>	<b>69.3</b>	<b>74.3</b>	<b>48.5</b>	<b>202.9</b>	<b>242.2</b>	<b>269.8</b>
(영업수익 대비%)	5.3%	7.6%	6.6%	2.8%	5.1%	6.6%	7.0%	4.6%	5.6%	5.8%	6.0%
TR	50.2	70.2	56.4	26.6	54.8	69.9	68.5	49.3	203.4	242.4	269.6
(영업수익 대비%)	6.5%	8.6%	6.8%	3.2%	6.2%	7.4%	7.1%	5.2%	6.3%	6.5%	6.6%
호텔&레저	-4.7	-0.7	5.7	-0.9	-4.6	-0.6	5.8	-0.8	-0.6	-0.2	0.2
(영업수익 대비%)	-5.1%	-0.7%	5.4%	-0.9%	-4.9%	-0.6%	5.4%	-0.8%	-0.2%	-0.1%	0.0%
<b>연결-별도</b>	<b>-1.4</b>	<b>0.0</b>	<b>5.9</b>	<b>1.8</b>	<b>6.4</b>	<b>3.5</b>	<b>7.8</b>	<b>6.3</b>	<b>6.2</b>	<b>24.1</b>	<b>34.0</b>
TR	-2.6	-6.2	3.0	-1.5	5.1	-2.8	4.8	3.0	-7.3	10.1	19.7
호텔&레저	1.3	6.2	2.9	3.3	1.3	6.3	3.0	3.4	13.7	14.0	14.3
세전이익	41.5	64.8	65.7	-25.0	52.9	69.1	78.3	51.1	147.0	251.3	291.0
당기순이익	31.7	52.6	47.2	-21.2	40.1	52.3	59.4	38.7	110.3	190.5	220.6
<b>지배주주순이익</b>	<b>31.7</b>	<b>52.6</b>	<b>47.2</b>	<b>-21.2</b>	<b>40.1</b>	<b>52.3</b>	<b>59.4</b>	<b>38.7</b>	<b>110.3</b>	<b>190.5</b>	<b>220.6</b>
(YoY)	1074.1%	1668.0%	274.9%	적전	26.4%	-0.4%	25.8%	흑전	336.3%	72.7%	15.8%

자료: 호텔신라, 키움증권 리서치

## 호텔신라 연결기준 매출 가정 상세

(단위: 십억원)	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19E	2Q19E	3Q19E	4Q19E	2018	2019E	2020E
<b>영업수익</b>	<b>1,125.5</b>	<b>1,174.9</b>	<b>1,220.4</b>	<b>1,192.8</b>	<b>1,271.2</b>	<b>1,326.2</b>	<b>1,372.3</b>	<b>1,341.6</b>	<b>4,713.7</b>	<b>5,311.3</b>	<b>5,736.4</b>
(YoY)	28.1%	46.7%	29.4%	33.7%	12.9%	12.9%	12.4%	12.5%	34.1%	12.7%	8.0%
<b>TR</b>	<b>1,013.7</b>	<b>1,054.9</b>	<b>1,093.5</b>	<b>1,071.5</b>	<b>1,157.3</b>	<b>1,203.8</b>	<b>1,242.9</b>	<b>1,217.9</b>	<b>4,233.6</b>	<b>4,821.9</b>	<b>5,237.4</b>
(YoY)	29.5%	52.6%	32.5%	38.0%	14.2%	14.1%	13.7%	13.7%	37.7%	13.9%	8.6%
시내	581.4	613.2	625.5	620.9	682.3	730.1	737.4	730.0	2,441.0	2,879.9	3,171.8
(YoY)	22.0%	54.0%	22.7%	30.7%	17.4%	19.1%	17.9%	17.6%	31.3%	18.0%	10.1%
공항	432.3	441.7	468.0	450.6	474.9	473.7	505.5	487.9	1,792.6	1,942.0	2,065.5
(YoY)	41.2%	50.7%	48.5%	49.8%	9.9%	7.2%	8.0%	8.3%	47.5%	8.3%	6.4%
<b>호텔&amp;레저</b>	<b>111.8</b>	<b>120.0</b>	<b>126.9</b>	<b>121.3</b>	<b>114.0</b>	<b>122.4</b>	<b>129.4</b>	<b>123.7</b>	<b>480.0</b>	<b>489.4</b>	<b>499.0</b>
(YoY)	16.6%	9.4%	7.5%	4.7%	1.9%	2.0%	1.9%	2.0%	9.2%	2.0%	2.0%
서울	34.0	39.6	39.5	42.6	34.7	40.4	40.3	43.5	155.7	158.8	162.0
제주	16.4	19.4	23.7	14.5	16.7	19.8	24.2	14.8	74.0	75.5	77.0
스테이	28.7	31.8	33.5	35.1	29.3	32.4	34.2	35.8	129.1	131.7	134.3
레저	29.4	28.8	26.6	27.8	30.0	29.4	27.1	28.4	112.6	114.9	117.1
기타	3.3	0.4	3.6	1.3	3.3	0.4	3.6	1.3	8.6	8.6	8.6

자료: 호텔신라, 키움증권 리서치

## 호텔신라 목표주가 변경내역

EPS(원)	5,139	'19E EPS * 50% + '20E EPS * 50%
Target PER(배)	25	최근 1년 FW12M PER 중단
목표주가(원)	128,000	천원 이하 반올림

자료: 키움증권 리서치

## 포괄손익계산서

(단위 :십억원)

12 월 결산, IFRS 연결	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
<b>매출액</b>	3,514.7	4,713.7	5,311.3	5,736.4	6,195.7
매출원가	1,866.0	2,462.2	2,774.3	2,996.4	3,236.3
<b>매출총이익</b>	1,648.6	2,251.5	2,537.0	2,740.1	2,959.4
판매비	1,575.6	2,042.4	2,270.7	2,436.2	2,609.6
<b>영업이익</b>	73.1	209.1	266.3	303.8	349.9
<b>EBITDA</b>	144.5	283.7	342.6	381.6	435.1
영업외손익	-28.3	-62.1	-14.9	-12.8	-9.4
이자수익	7.6	10.9	11.5	11.5	11.9
이자비용	22.5	18.6	16.5	14.2	11.2
외환관련이익	24.6	17.9	20.0	20.0	20.0
외환관련손실	18.5	23.2	20.0	20.0	20.0
중속 및 관계기업손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타	-19.5	-49.1	-9.9	-10.1	-10.1
<b>법인세차감전이익</b>	44.7	147.0	251.3	291.0	340.5
법인세비용	19.5	36.7	60.8	70.4	82.4
계속사업순손익	25.3	110.3	190.5	220.6	258.1
<b>당기순이익</b>	25.3	110.3	190.5	220.6	258.1
<b>지배주주순이익</b>	25.3	110.3	190.5	220.6	258.1
<b>증감율 및 수익성 (%)</b>					
매출액 증감율	-5.4	34.1	12.7	8.0	8.0
영업이익 증감율	-7.4	186.0	27.4	14.1	15.2
EBITDA 증감율	-5.8	96.3	20.8	11.4	14.0
지배주주순이익 증감율	-9.1	336.0	72.7	15.8	17.0
EPS 증감율	-9.1	336.3	72.7	15.8	17.0
매출총이익율(%)	46.9	47.8	47.8	47.8	47.8
영업이익율(%)	2.1	4.4	5.0	5.3	5.6
EBITDA Margin(%)	4.1	6.0	6.5	6.7	7.0
지배주주순이익율(%)	0.7	2.3	3.6	3.8	4.2

## 현금흐름표

(단위 :십억원)

12 월 결산, IFRS 연결	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
<b>영업활동 현금흐름</b>	207.2	153.9	250.9	280.2	320.7
당기순이익	25.3	110.3	190.5	220.6	258.1
비현금항목의 가감	130.3	177.7	179.2	188.1	204.2
유형자산감가상각비	58.1	62.3	62.8	64.5	72.0
무형자산감가상각비	13.3	12.3	13.5	13.3	13.2
지분법평가손익	-8.2	-12.0	0.0	0.0	0.0
기타	67.1	115.1	102.9	110.3	119.0
영업활동자산부채증감	66.4	-117.3	-53.0	-55.4	-59.9
매출채권및기타채권의감소	40.2	-16.4	-22.9	-19.4	-21.0
재고자산의감소	-37.2	-230.4	-66.1	-61.6	-66.6
매입채무및기타채무의증가	72.2	43.2	36.0	25.6	27.7
기타	-8.8	86.3	0.0	0.0	0.0
기타현금흐름	-14.8	-16.8	-65.8	-73.1	-81.7
<b>투자활동 현금흐름</b>	-162.1	-102.8	-156.2	-202.0	-202.0
유형자산의 취득	-64.9	-77.8	-75.0	-120.0	-120.0
유형자산의 처분	4.4	6.5	0.0	0.0	0.0
무형자산의 순취득	0.7	0.0	-13.0	-13.0	-13.0
투자자산의감소(증가)	-82.9	33.6	-18.8	-19.6	-19.6
단기금융자산의감소(증가)	-3.2	-15.6	0.0	0.0	0.0
기타	-16.2	-49.5	-49.4	-49.4	-49.4
<b>재무활동 현금흐름</b>	85.3	-244.7	-107.7	-112.2	-139.0
차입금의 증가(감소)	120.2	-212.2	-75.3	-79.7	-106.5
자본금, 자본잉여금의 증가(감소)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자기주식처분(취득)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
배당금지급	-13.3	-13.3	-13.3	-13.3	-13.3
기타	-21.6	-19.2	-19.1	-19.2	-19.2
기타현금흐름	-2.6	1.1	31.4	31.5	31.4
<b>현금 및 현금성자산의 순증가</b>	127.8	-192.5	18.3	-2.4	11.0
기초현금 및 현금성자산	346.7	474.4	281.9	300.3	297.8
기말현금 및 현금성자산	474.4	281.9	300.3	297.8	308.9

## 재무상태표

(단위 :십억원)

12 월 결산, IFRS 연결	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
<b>유동자산</b>	1,167.7	1,272.2	1,379.6	1,458.1	1,556.8
현금 및 현금성자산	474.4	281.9	300.3	297.8	309.0
단기금융자산	3.8	19.5	19.5	19.5	19.5
매출채권 및 기타채권	176.2	219.6	242.5	261.9	282.9
재고자산	469.1	703.6	769.8	831.4	897.9
기타유동자산	48.0	67.1	67.0	67.0	67.0
<b>비유동자산</b>	1,051.5	1,031.6	1,062.1	1,136.9	1,204.2
투자자산	286.4	252.8	271.7	291.3	310.9
유형자산	693.1	696.9	709.1	764.6	812.6
무형자산	43.8	48.0	47.5	47.2	46.9
기타비유동자산	28.2	33.9	33.8	33.8	33.8
<b>자산총계</b>	2,219.2	2,303.7	2,441.7	2,595.0	2,761.0
<b>유동부채</b>	879.4	1,002.7	1,053.5	1,049.4	1,060.6
매입채무 및 기타채무	562.6	694.5	730.5	756.2	783.9
단기금융부채	221.6	159.8	174.5	144.8	128.3
기타유동부채	95.2	148.4	148.5	148.4	148.4
<b>비유동부채</b>	671.7	535.9	445.9	395.9	305.9
장기금융부채	648.6	499.1	409.1	359.1	269.1
기타비유동부채	23.1	36.8	36.8	36.8	36.8
<b>부채총계</b>	1,551.0	1,538.7	1,499.4	1,445.4	1,366.6
<b>지배지분</b>	667.5	764.4	941.6	1,149.0	1,393.8
자본금	200.0	200.0	200.0	200.0	200.0
자본잉여금	196.6	196.6	196.6	196.6	196.6
기타지분	-104.5	-104.5	-104.5	-104.5	-104.5
기타포괄손익누계액	-6.2	-3.0	-3.0	-3.0	-3.0
이익잉여금	381.6	475.4	652.6	859.9	1,104.7
비지배지분	0.7	0.7	0.7	0.7	0.7
<b>자본총계</b>	668.1	765.1	942.3	1,149.6	1,394.4

## 투자지표

(단위 :원, %, 배)

12 월 결산, IFRS 연결	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
<b>주당지표(원)</b>					
EPS	632	2,758	4,763	5,515	6,453
BPS	16,687	19,110	23,541	28,724	34,845
CFPS	3,889	7,201	9,243	10,219	11,557
DPS	350	350	350	350	350
<b>주가배수(배)</b>					
PER	134.3	27.7	20.0	17.3	14.8
PER(최고)	143.2	47.9	20.3		
PER(최저)	66.6	24.8	14.5		
PBR	5.09	4.00	4.05	3.32	2.74
PBR(최고)	5.42	6.91	4.11		
PBR(최저)	2.52	3.58	2.94		
PSR	0.97	0.65	0.72	0.67	0.62
PCFR	21.8	10.6	10.3	9.3	8.3
EV/EBITDA	26.0	12.0	11.8	10.4	8.8
<b>주요비율(%)</b>					
배당성향(% , 보통주, 현금)	51.4	11.8	6.8	5.9	5.0
배당수익률(% , 보통주, 현금)	0.4	0.5	0.4	0.4	0.4
ROA	1.2	4.9	8.0	8.8	9.6
ROE	3.8	15.4	22.3	21.1	20.3
ROIC	4.4	16.9	22.0	22.9	23.8
매출채권회전율	18.6	23.8	23.0	22.7	22.7
재고자산회전율	7.5	8.0	7.2	7.2	7.2
부채비율	232.1	201.1	159.1	125.7	98.0
순차입금비율	58.7	46.7	28.0	16.2	4.9
이자보상배율	3.3	11.3	16.2	21.4	31.2
<b>총차입금</b>	870.1	658.9	583.6	503.9	397.4
<b>순차입금</b>	391.9	357.5	263.9	186.7	69.0
<b>NOPLAT</b>	144.5	283.7	342.6	381.6	435.1
<b>FCF</b>	115.0	27.6	137.1	119.7	157.6

## Compliance Notice

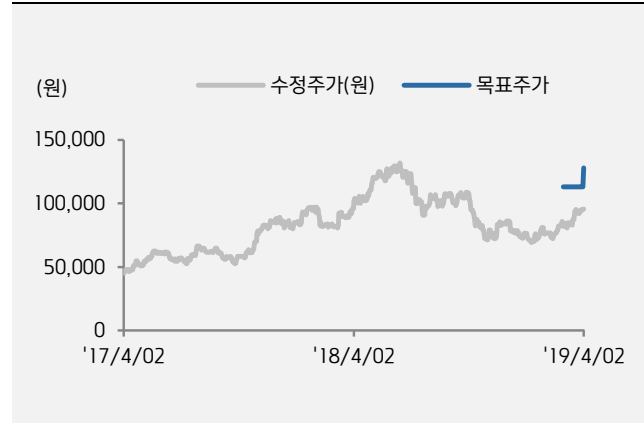
- 당사는 4월 1일 현재 '호텔신라' 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사는 자료 작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

## 투자자의견변동내역(2개년)

종목명	일자	투자의견	목표주가	목표가 가격 대상 시점	과리율(%)	
					평균 주가대비	최고 주가대비
호텔신라 (008770)	2019/03/04	BUY(Initiate)	113,000원	6개월	-21.44	-15.58
	2019/04/02	BUY(Maintain)	128,000원	6개월		

\*주가는 수정주가를 기준으로 과리율을 산출하였음.

## 목표주가추이(2개년)



## 투자의견 및 적용기준

기업	적용기준(6개월)
Buy(매수)	시장대비 +20% 이상 주가 상승 예상
Outperform(시장수익률 상회)	시장대비 +10~+20% 주가 상승 예상
Marketperform(시장수익률)	시장대비 +10~-10% 주가 변동 예상
Underperform(시장수익률 하회)	시장대비 -10~-20% 주가 하락 예상
Sell(매도)	시장대비 -20% 이하 주가 하락 예상

업종	적용기준(6개월)
Overweight (비중확대)	시장대비 +10% 이상 초과수익 예상
Neutral (중립)	시장대비 +10~-10% 변동 예상
Underweight (비중축소)	시장대비 -10% 이상 초과하락 예상

## 투자등급 비율 통계 (2018/04/01~2019/03/31)

투자등급	건수	비율(%)
매수	176	96.70%
중립	6	3.30%
매도	0	0.00%