

호텔신라 (008770)

호텔/레저

박성호



02 3770 5657
sungho.park@yuantakorea.com

투자의견	BUY (M)
목표주가	151,000원 (U)
현재주가 (4/26)	107,500원
상승여력	40%

시가총액	42,653억원
총발행주식수	40,000,000주
60일 평균 거래대금	608억원
60일 평균 거래량	692,327주
52주 고	132,000원
52주 저	69,500원
외인지분율	27.94%
주요주주	삼성생명보험 외 5 인 17.34%

주가수익률(%)	1개월	3개월	12개월
절대	14.1	32.6	(1.8)
상대	12.5	32.5	11.5
절대(달러환산)	11.4	28.0	(8.6)

높아진 이익체력 확인

1Q19 Review 연결실적은 매출액 1.34조원(+19% YoY), 영업이익 817억원(+85% YoY), 당기 순이익 519억원(+69% YoY)을 기록해 영업이익 기준으로 컨센서스를 50% 가량 상회하는 어닝서프라이즈 달성. 국내외 면세점 및 호텔/레저 등 전 사업부문의 영업이 호조를 보인 가운데, 1Q19부터 K-IFRS 1116호가 도입되면서 영업이익의 절대규모가 기존 회계기준 대비 일부 높게 형성. 사업부문별 영업이익은 면세점 822억원(국내점 776억원, 창이점/홍콩점 46억원), 호텔/레저 -5억원 기록

▶ **K-IFRS 1116호(리스) 도입** : 리스이용자는 리스기간이 12개월을 초과하고 기초자산이 소액이 아닌 모든 리스에 대해 사용권자산과 리스부채를 재무상태표에 인식하고, 사용권자산의 감가상각비(판관비)와 리스부채에 대한 이자(영업외비용)를 손익계산서에 인식해야 함. 호텔신라는 공항면세점과 신라스테이 등의 임차료 계약과 관련해 1Q19부터 K-IFRS 1116호 기준의 신회계기준 도입. 이로 인해, 호텔신라의 자산과 부채는 QoQ로 각각 1.3조원 이상씩 증가하면서, 부채비율은 4Q18 201% → 1Q19 359%로 상승했고, 유동비율은 4Q18 127% → 1Q19 96%로 하락. 기존의 임차료 비용이 감가상각비(판관비)와 이자비용(영업외비용)으로 분리되면서 영업이익과 EBITDA는 기존 회계방식 대비 일부 상승할 것이나, 세전이익은 큰 변화가 없을 것으로 추정

▶ **면세점 사업부** : 국내점 실적(별도 기준)은 매출액 9,504억원(+23% YoY), 영업이익 776억원(+55% YoY) 기록. 실적 세부내용은 다음과 같음: 1)국내 시내점 매출액은 7,210억원(+24% YoY)으로 증가. 국내 시내면세점 산업매출액은 41.6억달러(+26% YoY)으로 증가. 총매출 기준 신라의 시내면세점 증가율(YoY)은 M/S 상승효과에 힘입어 산업수요 성장률(YoY)을 큰 폭으로 상회한 것으로 파악되나, 재무회계상의 순매출 증가율(YoY)은 +24%에 그쳤음. 이는 기업형 타이공에게 제공하는 매출 차감성 할인혜택에 기인. 2)국내 공항점 매출액은 2,294억원(+21% YoY)으로 증가. 국내 공항면세점 산업매출액은 7.2억달러(+3% YoY)에 그쳐 Organic 성장률은 크지 않았음. 신라의 공항면세점 외형 성장률(YoY)이 크게 나타난 이유는 2018년 3월에 부분 개장한 제주공항 면세점과 2019년 1월에 개장한 김포공항 면세점 때문. 3)**본사 면세점 OPM은 8.2%(+1.7%p YoY, +5.0%p QoQ)로 강세 시현**. 국내 4개 공항면세점(인천 T1/T2, 제주, 김포) 관련 적자폭이 K-IFRS 1116호 도입효과로 인해 일부 축소되지만 절대 적자규모가 크지 않은 것으로 파악되는 점을 감안하면, 시내면세점의 OPM은 10%대 초반 수준으로 상승 추정. 4)**창이공항점 및 홍콩공항점 합산실적(연결 자회사)은 매출액 2,748억원(+11% QoQ), 영업이익 46억원(흑전 QoQ)을 기록해 역대 최고의 분기 실적 달성**. 1Q19 창이공항과 홍콩공항의 트래픽이 각각 1,638만명(-3% QoQ), 1,880만명(+0.4% QoQ)로 정체됐던 점에서 해외공항면세점의 1Q19 높은 매출성장률(QoQ)은 영업적으로 긍정적 지표. (다음 페이지에서 계속)

Quarterly earning Forecasts

(억원, %)

	1Q19P	전년동기대비	전분기대비	컨센서스	컨센서스대비
매출액	13,432	19.3	12.6	12,840	4.6
영업이익	817	85.0	197.4	555	47.1
세전계속사업이익	665	60.2	흑전	526	26.3
지배순이익	519	63.7	흑전	363	43.0
영업이익률 (%)	6.1	+2.2 %pt	+3.8 %pt	4.3	+1.8 %pt
지배순이익률 (%)	3.9	+1.1 %pt	흑전	2.8	+1.1 %pt

자료: 유안타증권

Forecasts and valuations (K-IFRS 연결)

(억원, 원, %, 배)

결산 (12월)	2017A	2018A	2019F	2020F
매출액	35,147	47,137	58,583	64,710
영업이익	731	2,091	3,469	3,936
지배순이익	253	1,103	2,372	2,812
PER	93.3	34.7	17.7	14.9
PBR	3.4	4.8	4.1	3.3
EV/EBITDA	19.1	14.9	9.9	8.7
ROE	3.8	15.4	27.2	25.4

자료: 유안타증권

▶**호텔/레저 사업부** : 1)본사 실적은 매출액 957억원(+3% YoY), 영업이익 -56억원(적전 YoY)으로 부진. 서울호텔(장충동)과 제주호텔의 OCC는 각각 70%(-1%p YoY), 91%(+1%p YoY)를 기록해 전년도와 비슷한 수준. 동 적자는 계절적 비수기 현상에 기인하는 관계로, 2Q19부터 실적 개선세 기대. 2)연결 자회사(신라스테이) 실적은 매출액 223억원(+16% YoY), 영업이익 51억원(+292% YoY)으로 강세 시현. 신라스테이의 OCC는 계절적 비수기 효과에도 불구하고 80%(+3%p YoY)로 상승해 성수기 호실적 달성에 대한 기대치를 높이고 있음. 신라스테이는 마스터리스 방식의 위탁호텔 사업모델인 관계로 K-IFRS 1116호 도입에 따른 영업이익 상승효과가 일부 있는 점에 유의 필요

▶**영업외손실** : 1Q19 연결 영업외손실은 152억원을 기록함. 4Q18 순이자비용이 16억원이었던 점을 감안하면, 136억원 가량의 영업외비용이 리스 관련 이자비용(신규 비용계정), 지분법손익, 기타 잡비용 등으로 나눠 발생한 것으로 추정. 리스 관련 이자비용은 100억원 미만으로 추정되는데, 보다 정확한 손익분석은 감사 보고서 공시 이후에야 가능해질 것

추가적인 업황 개선 기대 동사에 대한 투자 의견 Buy 를 유지하며, 목표주가를 기존 12.8만원 → 15.1만원으로 상향 조정. 신규 목표주가 15.1만원은 2019E EPS 6,037원에 **Target PER 25배**를 적용해 산출. 2019년 3월 국내 시내면세점 산업매출은 16.3억달러(+28% YoY) 기록. 現 수준의 산업수요 유지시, 국내 주요 면세점간의 출혈경쟁은 당분간 없을 것으로 기대. 향후 중국의 경기부양 효과가 웨이상/따이공 시장의 추가적인 성장을 견인하고 중국의 단체관광 규제가 완화될 경우, 국내 주요 면세점들은 공급이 수요를 맞추기 힘들 정도의 초호황 국면을 맞이하게 될 것으로 기대

[표 1] 2019E~20E 호텔신라 실적 추정치 변경

(단위: 억원, %)

	2019E			2020E		
	기존	변경	변동률	기존	변경	변동률
매출액	54,139	58,583	8.2	59,521	64,710	8.7
영업이익	2,710	3,469	28.0	3,237	3,936	21.6
당기순이익	2,007	2,372	18.2	2,444	2,812	15.1
EPS(원)	5,107	6,037	18.2	6,220	7,158	15.1

주: 기존 추정치는 2019년 4월 9일 발간보고서 기준

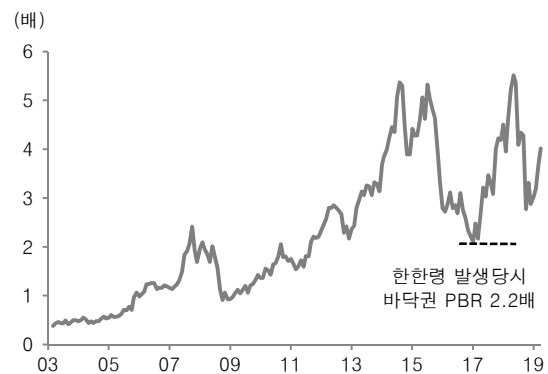
자료: 유안타증권 리서치센터

[그림 1] 호텔신라, 12MF PER 추이 (컨센서스 기준)



자료: 유안타증권 리서치센터

[그림 2] 호텔신라, 12MF PBR 추이 (컨센서스 기준)



자료: 유안타증권 리서치센터

[표 2] 1Q19 연결 영업이익 817 억원 (+85% YoY)

(단위: 억원)

	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19P	2Q19E	3Q19E	4Q19E	2017	2018	2019E	2020E
연결매출액	8,786	8,010	9,431	8,921	11,255	11,749	12,204	11,928	13,432	15,078	15,127	14,946	35,148	47,136	58,583	64,710
면세점	7,827	6,913	8,251	7,762	10,137	10,549	10,935	10,715	12,252	13,803	13,750	13,584	30,753	42,336	53,389	59,297
호텔/레저	959	1,097	1,180	1,159	1,118	1,200	1,269	1,213	1,180	1,275	1,377	1,362	4,395	4,800	5,194	5,413
연결영업이익	100	173	303	155	442	695	680	275	817	892	914	846	731	2,091	3,469	3,936
면세점	169	82	235	99	476	640	594	251	822	832	834	822	585	1,961	3,310	3,757
호텔/레저	-69	91	68	56	-34	55	85	24	-5	60	80	24	146	130	159	179
OPM	1.1%	2.2%	3.2%	1.7%	3.9%	5.9%	5.6%	2.3%	6.1%	5.9%	6.0%	5.7%	2.1%	4.4%	5.9%	6.1%
면세점	2.2%	1.2%	2.8%	1.3%	4.7%	6.1%	5.4%	2.3%	6.7%	6.0%	6.1%	6.1%	1.9%	4.6%	6.2%	6.3%
호텔/레저	-7.2%	8.3%	5.8%	4.8%	-3.0%	4.6%	6.7%	2.0%	-0.4%	4.7%	5.8%	1.8%	3.3%	2.7%	3.1%	3.3%
영업외손익	-47	-102	-98	-36	-27	-47	-23	-525	-152	-46	-75	-86	-283	-622	-360	-226
연결세전이익	53	71	205	119	415	648	657	-250	665	845	840	760	447	1,470	3,109	3,710
RPM	0.6%	0.9%	2.2%	1.3%	3.7%	5.5%	5.4%	-2.1%	5.0%	5.6%	5.5%	5.1%	1.3%	3.1%	5.3%	5.7%
연결순이익	27	30	126	70	317	526	472	-212	519	641	636	576	253	1,103	2,372	2,812
NIM	0.3%	0.4%	1.3%	0.8%	2.8%	4.5%	3.9%	-1.8%	3.9%	4.2%	4.2%	3.9%	0.7%	2.3%	4.0%	4.3%
성장성(YoY)																
매출액	15%	-6%	14%	10%	28%	47%	29%	34%	19%	28%	24%	25%	8%	34%	24%	10%
영업이익	-48%	-8%	20%	-1%	343%	303%	124%	77%	85%	28%	35%	208%	-7%	186%	66%	13%
순이익	-79%	5%	17%	342%	1074%	1668%	275%	적전	64%	22%	35%	흑전	-9%	336%	115%	19%

주: 2017년 분기별 매출액은 K-IFRS 1115호 도입에 따른 면세점 매출변경분 소급 반영. K-IFRS 1116호는 1Q19부터 적용

자료: 유안타증권 리서치센터

[표 3] 1Q19 면세점 사업부 별도기준 영업이익 776 억원(+55% YoY)

(단위: 억원)

	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19P	2Q19E	3Q19E	4Q19E	2017	2018	2019E	2020E
원/달러 평균환율(원)	1,153	1,130	1,132	1,105	1,072	1,080	1,121	1,128	1,126	1,141	1,141	1,141	-	-	-	-
(% QoQ)	-0.5	-2.0	0.2	-2.5	-2.9	0.7	3.8	0.6	-0.2	1.3	0.0	0.0	-	-	-	-
(% YoY)	-4.0	-2.9	1.1	-4.7	-7.0	-4.4	-1.0	2.1	5.0	5.6	1.8	1.1	-	-	-	-
매출액	6,450	5,600	6,818	6,159	7,715	8,185	8,347	8,240	9,504	11,110	10,984	10,874	25,027	32,487	42,472	48,052
시내점	4,765	3,983	5,099	4,752	5,814	6,132	6,255	6,209	7,210	8,708	8,624	8,592	18,599	24,410	33,134	38,215
공항점	1,685	1,617	1,719	1,407	1,901	2,053	2,092	2,031	2,294	2,402	2,360	2,282	6,428	8,077	9,338	9,837
영업이익	214	173	310	216	502	702	564	266	776	794	786	782	913	2,034	3,138	3,533
OPM(%)	3.3%	3.1%	4.5%	3.5%	6.5%	8.6%	6.8%	3.2%	8.2%	7.1%	7.2%	7.2%	3.6%	6.3%	7.4%	7.4%
성장성(YoY)																
매출액	17%	-11%	15%	6%	20%	46%	22%	34%	23%	36%	32%	32%	6%	30%	31%	13%
영업이익	-39%	-38%	11%	-14%	135%	306%	82%	23%	55%	13%	39%	194%	-21%	123%	54%	13%

주: 인천공항 T2 면세점은 2018년 1월 개장. 제주공항 면세점은 2018년 3월 부분 개장 및 6월 완전개장. 김포공항 면세점은 2019년 1월 개장.

2017년 분기별 매출액은 K-IFRS 1115호 도입에 따른 면세점 매출변경분 소급 반영

자료: 유안타증권 리서치센터

[표 4] 신리면세점 시내점 매출액 및 알선수수료 추이

(단위: 억원)

	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19
시내점 매출액	3,614	4,058	4,052	4,122	4,765	3,983	5,099	4,752	5,814	6,132	6,255	6,209	7,210
알선료	508	629	598	614	779	495	592	574	689	693	749	715	579
알선료 비율	14.1%	15.5%	14.8%	14.9%	16.3%	12.4%	11.6%	12.1%	11.9%	11.3%	12.0%	11.5%	8.0%

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

자료: 호텔신라, 유안타증권 리서치센터

[표 5] 1Q19 창이공항 및 홍콩공항 면세점 영업이익 46 억원(흑전 YoY)

(단위: 억원)

	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19P	2Q19E	3Q19E	4Q19E	2017	2018	2019E	2020E
창이공항 Traffic(만명)	1,504	1,538	1,561	1,619	1,579	1,629	1,663	1,692	1,638	-	-	-	6,222	6,563	-	-
(QoQ)	-1%	2%	1%	4%	-2%	3%	2%	2%	-3%	-	-	-	-	-	-	-
홍콩공항 Traffic(만명)	1,757	1,816	1,863	1,852	1,835	1,857	1,909	1,872	1,880	-	-	-	7,287	7,473	-	-
(QoQ)	2%	3%	3%	-1%	-1%	1%	3%	-2%	0%	-	-	-	-	-	-	-
매출액	1,376	1,313	1,433	1,602	2,422	2,364	2,588	2,475	2,748	2,693	2,766	2,710	5,726	9,849	10,917	11,245
영업이익	-45	-91	-75	-117	-26	-62	30	-15	46	37	49	40	-328	-73	172	224
OPM(%)	-3.3%	-6.9%	-5.2%	-7.3%	-1.1%	-2.6%	1.2%	-0.6%	1.7%	1.4%	1.8%	1.5%	-5.7%	-0.7%	1.6%	2.0%

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

홍콩공항점은 2018년 6월말 완전 개장

자료: 유안타증권 리서치센터

[표 6] 1Q19 호텔&레저 사업부 영업이익 -5 억원(적지 YoY)

(단위: 억원)

	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19P	2Q19E	3Q19E	4Q19E	2017	2018	2019E	2020E
호텔객실이용률																
서울호텔	60%	66%	78%	79%	71%	76%	81%	79%	70%	-	-	-	-	-	-	-
제주호텔	85%	89%	87%	82%	90%	92%	91%	82%	91%	-	-	-	-	-	-	-
스테이	70%	71%	77%	77%	77%	80%	82%	83%	80%	-	-	-	-	-	-	-
매출액	959	1,097	1,180	1,159	1,118	1,200	1,269	1,213	1,180	1,275	1,377	1,362	4,395	4,800	5,194	5,413
서울호텔	301	373	369	409	340	396	395	426	342	430	450	492	1,452	1,557	1,713	1,734
제주호텔	161	199	235	169	164	194	237	145	165	188	244	180	764	740	777	774
신라스테이	215	280	319	334	287	318	335	351	302	350	369	386	1,148	1,291	1,406	1,547
기타	29	8	26	16	33	4	36	13	24	4	36	13	79	86	77	77
레저	253	237	231	231	294	288	266	278	347	302	279	292	952	1,126	1,221	1,282
영업이익	-69	91	68	56	-34	55	85	24	-5	60	80	24	146	130	159	179
OPM(%)	-7.2%	8.3%	6.3%	4.8%	-3.0%	4.6%	6.7%	2.0%	-0.4%	4.7%	5.8%	1.8%	3.3%	2.7%	3.1%	3.3%

주: 2017년 신라스테이 분기 매출액은 IR 자료 기준

자료: 유안타증권 리서치센터

[표 7] 신라스테이 분기 실적 추이

		1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18
점포수	(개)	8	8	9	9	9	11	11	11	11	11	11	11
매출액	(억원)	118	143	163	181	165	210	238	244	216	234	243	248
순이익	(억원)	-11	1	4	11	-2	12	19	19	2	19	14	5
순이익률	(%)	-9%	0%	2%	6%	-1%	6%	8%	8%	1%	8%	6%	2%
점포당 매출액	(억원)	14.7	17.9	18.2	20.1	18.3	19.1	21.6	22.2	19.6	21.3	22.1	22.5
점포당 순이익	(억원)	-1.4	0.1	0.4	1.2	-0.2	1.1	1.7	1.7	0.2	1.8	1.3	0.4

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

자료: 호텔신라, 유안타증권 리서치센터

[표 8] 호텔신라 연결 실적 추이 및 전망

(단위: 억원)

	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019E	2020E
연결매출액	8,748	12,132	14,614	17,984	22,196	22,971	29,091	32,517	37,157	40,115	47,136	58,583	64,710
면세점	6,583	9,812	12,019	15,018	19,018	20,865	26,124	29,182	33,261	35,719	42,336	53,389	59,297
호텔/레저	1,622	1,727	2,021	2,307	2,553	1,650	2,476	2,623	3,896	4,395	4,800	5,194	5,413
연결영업이익	531	541	845	975	1,293	867	1,389	772	790	731	2,091	3,469	3,936
면세점	486	388	642	651	1,036	964	1,489	910	790	585	1,961	3,310	3,757
호텔/레저	45	103	97	192	166	-214	-207	-270	-1	146	130	159	179
OPM	6.1%	4.5%	5.8%	5.4%	5.8%	3.8%	4.8%	2.4%	2.1%	1.8%	4.4%	5.9%	6.1%
면세점	7.4%	4.0%	5.3%	4.3%	5.4%	4.6%	5.7%	3.1%	2.4%	1.6%	4.6%	6.2%	6.3%
호텔/레저	2.8%	6.0%	4.8%	8.3%	6.5%	-13.0%	-8.4%	-10.3%	0.0%	3.3%	2.7%	3.1%	3.3%
연결순이익	249	315	514	561	1,010	108	735	185	278	253	1,103	2,372	2,812
NIM	2.9%	2.6%	3.5%	3.1%	4.5%	0.5%	2.5%	0.6%	0.7%	0.6%	2.3%	4.0%	4.3%
성장성(YoY)													
연결매출액	-	39%	20%	23%	23%	3%	27%	12%	14%	8%	34%	24%	10%
연결영업이익	-	2%	56%	15%	33%	-33%	60%	-44%	2%	-7%	186%	66%	13%
연결순이익	-	26%	63%	9%	80%	-89%	580%	-75%	51%	-9%	336%	115%	19%
[본사 면세점 실적]													
매출액	6,583	9,812	12,135	15,012	18,985	20,663	25,001	24,752	28,172	29,997	32,487	42,472	48,052
시내점	3,642	5,208	6,296	7,995	9,858	11,519	15,124	15,921	20,683	22,926	24,410	33,134	38,215
공항점	2,942	4,604	5,839	7,017	9,127	9,144	9,877	8,831	7,489	7,071	8,077	9,338	9,837
영업이익	486	388	634	653	1,039	995	1,861	1,464	1,158	913	2,034	3,138	3,533
OPM(%)	7.4%	4.0%	5.2%	4.3%	5.5%	4.8%	7.4%	5.9%	4.1%	3.0%	6.3%	7.4%	7.4%
[창이공항/홍콩공항/스윗메이 실적]													
매출액	-	-	-	-	-	-	1,123	4,430	5,089	5,722	9,849	10,917	11,245
영업이익	-	-	-	-	-	-	-372	-554	-368	-328	-73	172	224
OPM(%)	-	-	-	-	-	-	-33.1%	-12.5%	-7.2%	-5.7%	-0.7%	1.6%	2.0%
[호텔/레저 실적]													
매출액	2,165	2,320	2,376	2,631	2,912	2,159	3,083	3,335	3,896	4,295	4,800	5,194	5,413
서울호텔	1,198	1,258	1,408	1,579	1,629	736	1,426	1,376	1,436	1,452	1,557	1,713	1,734
제주호텔	383	423	493	590	682	737	739	713	766	764	740	777	774
신라스테이	-	-	-	-	-	-	64	322	606	856	1,291	1,406	1,547
호텔 기타	40	46	121	138	242	177	247	212	356	271	86	77	77
레저	543	593	354	324	359	509	607	712	732	952	1,126	1,221	1,282
영업이익	45	153	146	307	253	-97	-91	-139	-1	146	130	159	179
OPM(%)	2.1%	6.6%	6.1%	11.7%	8.7%	-4.5%	-3.0%	-4.2%	0.0%	3.4%	2.7%	3.1%	3.3%

주: 2017년까지의 면세점 매출액은 기존 회계기준. 2018년부터 K-IFRS 1115호 기준의 면세점 매출 사용. 2019년부터 K-IFRS 1116호 도입

자료: 유안타증권 리서치센터

[표 9] 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
2018	2,994	1,820	4,814	-3%	20%	5%	360,216	1,363,602	1,723,818	7%	45%	35%	120	749	358
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	767	481	1,247	-3%	56%	13%	94,046	349,163	443,209	10%	80%	59%	123	726	355
3Q18	754	451	1,206	-5%	28%	5%	91,527	344,289	435,816	4%	37%	28%	121	763	361
4Q18	728	466	1,194	-3%	18%	5%	86,408	345,674	432,082	2%	27%	21%	119	742	362
1Q19	742	447	1,189	0%	6%	2%	90,893	408,699	499,592	3%	26%	21%	122	914	420
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
2018.07	253	148	401	-4%	40%	9%	31,276	103,007	134,284	8%	48%	37%	124	694	335
2018.08	255	151	406	-5%	27%	5%	30,406	119,192	149,598	4%	35%	27%	119	789	368
2018.09	246	152	398	-6%	20%	2%	29,846	122,089	151,935	-1%	31%	23%	121	803	382
2018.10	249	160	408	1%	31%	11%	28,822	114,997	143,819	7%	35%	29%	116	721	352
2018.11	244	153	397	-3%	16%	3%	28,600	117,331	145,931	-1%	25%	19%	117	765	368
2018.12	236	153	389	-5%	8%	0%	28,986	113,346	142,332	-1%	21%	16%	123	740	366
2019.01	258	145	403	-4%	8%	0%	31,570	120,950	152,520	2%	13%	11%	123	831	378
2019.02	242	132	374	7%	2%	5%	29,857	125,377	155,234	8%	38%	31%	123	950	415
2019.03	243	170	413	-3%	7%	1%	29,465	162,372	191,837	0%	28%	23%	121	957	465

자료: 한국면세점협회, 유안타증권 리서치센터

[표 10] 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
2018	849	880	1,723	0%	30%	13%	169,286	1,226,220	1,392,630	12%	47%	42%	199	1,394	808
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
3Q18	228	221	443	2%	52%	19%	45,098	312,049	354,271	10%	39%	34%	198	1,410	800
4Q18	218	242	460	14%	35%	24%	40,730	310,045	350,775	11%	28%	25%	187	1,282	763
1Q19	234	238	473	16%	24%	20%	44,976	371,010	415,986	12%	28%	26%	192	1,556	880
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
2018.07	75	68	143	-1%	63%	21%	16,050	92,869	108,919	19%	52%	46%	214	1,358	760
2018.08	77	75	145	1%	52%	16%	14,582	108,461	120,167	10%	37%	30%	191	1,447	829
2018.09	76	78	154	5%	42%	21%	14,467	110,719	125,186	2%	33%	28%	189	1,420	811
2018.10	73	80	153	25%	54%	39%	13,267	102,753	116,020	23%	37%	35%	182	1,282	758
2018.11	71	79	150	12%	33%	22%	13,232	105,519	118,751	4%	26%	23%	186	1,330	789
2018.12	74	82	156	8%	22%	15%	14,231	101,773	116,003	6%	22%	19%	193	1,237	743
2019.01	82	74	156	13%	15%	14%	15,899	108,561	124,459	15%	12%	13%	194	1,465	797
2019.02	78	69	147	22%	30%	25%	14,735	114,159	128,894	12%	43%	38%	188	1,655	876
2019.03	74	95	170	15%	27%	21%	14,342	148,290	162,632	10%	30%	28%	193	1,556	959
	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
2018	1,555	930	2,501	-2%	13%	4%	141,207	136,530	279,805	5%	25%	15%	91	147	112
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
3Q18	380	227	623	-6%	12%	2%	33,990	31,985	68,043	0%	18%	11%	89	141	109
4Q18	369	222	592	-9%	4%	-4%	34,242	35,436	69,678	-4%	20%	7%	93	160	118
1Q19	369	207	576	-8%	-9%	-9%	34,695	37,534	72,230	-4%	11%	3%	94	181	125
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
2018.07	131	79	211	-2%	26%	7%	11,350	10,059	21,409	3%	21%	11%	86	127	102
2018.08	128	75	219	-6%	9%	7%	11,456	10,645	24,170	2%	18%	19%	89	142	110
2018.09	120	73	194	-11%	2%	-6%	11,183	11,281	22,464	-3%	15%	5%	93	154	116
2018.10	127	78	206	-6%	13%	1%	11,687	12,166	23,853	-1%	27%	12%	92	155	116
2018.11	123	73	197	-9%	3%	-5%	11,381	11,753	23,134	-5%	19%	6%	92	160	118
2018.12	119	70	189	-11%	-5%	-9%	11,174	11,517	22,691	-5%	14%	4%	94	164	120
2019.01	129	71	200	-12%	1%	-8%	11,941	12,343	24,284	-9%	19%	4%	93	174	122
2019.02	120	62	183	0%	-17%	-6%	11,503	11,169	22,673	6%	2%	4%	96	179	124
2019.03	120	74	194	-12%	-10%	-11%	11,251	14,022	25,273	-9%	11%	1%	94	190	131

자료: 한국면세점협회, 유안타증권 리서치센터

[표 11] 서울 면세점 산업 데이터 : 서울면세점 매출액 2019년 3월 14억달러(+29% YoY)로 역대 최고 월매출 달성

	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
2018	816	806	1,614	-1%	28%	11%	154,218	1,044,841	1,199,058	15%	47%	42%	189	1,297	743
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
3Q18	219	201	411	1%	44%	16%	41,483	265,171	306,654	13%	39%	35%	190	1,322	745
4Q18	207	221	428	12%	32%	21%	37,122	265,067	302,189	13%	27%	25%	179	1,198	705
1Q19	222	214	436	14%	20%	17%	41,254	317,112	358,366	14%	28%	26%	186	1,481	822
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
2018.07	72	62	135	-1%	53%	18%	14,802	78,600	93,402	23%	51%	46%	205	1,261	694
2018.08	74	68	134	2%	44%	12%	13,544	92,018	105,562	14%	35%	32%	183	1,352	785
2018.09	72	70	142	3%	37%	18%	13,137	94,552	107,690	3%	34%	30%	182	1,348	757
2018.10	69	73	142	20%	50%	34%	12,077	87,722	99,800	25%	36%	35%	174	1,200	701
2018.11	68	73	141	10%	30%	19%	12,080	90,753	102,832	7%	25%	23%	178	1,242	729
2018.12	70	75	145	6%	20%	13%	12,965	86,592	99,557	9%	20%	18%	185	1,152	686
2019.01	78	68	145	12%	14%	13%	14,673	92,864	107,538	18%	12%	13%	189	1,371	739
2019.02	74	61	135	20%	24%	22%	13,506	97,201	110,707	13%	42%	38%	182	1,594	820
2019.03	70	85	156	11%	23%	17%	13,075	127,046	140,121	11%	31%	29%	186	1,487	900

자료: 한국면세점협회, 유안타증권 리서치센터

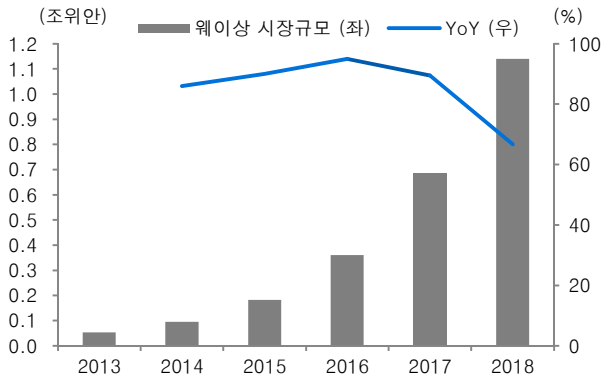
[표 12] 중국인 행선지별 출국자 추이 : 2018년 하반기 들어 해외여행 수요 둔화

	중국인 출국자(만명)										중국인 출국자(YoY, %)											
	중국령			주변 6개국							미국	중국령			주변 6개국							미국
	소계	마카오	홍콩	소계	한국	일본	대만	태국	베트남	싱가폴		소계	마카오	홍콩	소계	한국	일본	대만	태국	베트남	싱가폴	
2014	6,850	2,125	4,725	2,100	613	258	399	464	195	172	219	15.4	14.1	16.0	21.2	41.6	96.1	38.7	-0.0	2.1	-24.1	21.2
2015	6,625	2,041	4,584	2,697	598	499	418	792	178	211	263	-3.3	-4.0	-3.0	28.5	-2.3	93.7	4.9	70.8	-8.5	22.3	20.0
2016	6,323	2,045	4,278	3,227	807	637	351	876	270	286	305	-4.6	0.2	-6.7	19.6	34.8	27.6	-16.1	10.6	51.4	36.0	16.0
2017	6,664	2,220	4,445	3,130	417	736	273	981	401	323	317	5.4	8.5	3.9	-3.0	-48.3	15.4	-22.2	12.0	48.6	12.7	4.1
2018	7,630	2,526	5,104	3,478	479	838	270	1,054	497	342	-	14.5	13.8	14.8	11.1	14.9	13.9	-1.4	7.4	23.9	5.8	-
16.01	570	166	404	255	52	48	37	81	15	23	30	-7.4	-0.7	-10	45	32.4	110	14	45.4	23.4	63	33.8
16.02	517	180	337	291	55	50	41	96	22	28	21	-19.9	-5.2	-26	20.2	5.7	38.9	-0.2	22.8	86.3	16.8	4.1
16.03	450	148	302	278	60	50	36	86	21	24	18	-4.2	1.8	-6.9	36	16.8	47.3	30.1	29.1	89.5	84.4	16.8
16.04	511	165	346	287	68	51	38	82	21	27	19	-2.4	1.2	-4	17.3	6.3	26.9	4.7	17	11.7	75.3	14.7
16.05	495	163	332	273	71	51	33	74	22	23	24	-6.8	-3.5	-8.3	16.3	14.2	31	-12.2	10.6	35.9	65.6	8.2
16.06	472	152	321	274	76	58	27	72	19	22	25	-1	5.7	-3.8	39.5	140.7	26	-11.9	15	69.6	53.3	17.2
16.07	577	184	393	339	92	73	30	87	26	31	36	3	4.7	2.2	44.6	258.9	26.8	-15	11.5	93.3	26.1	12.2
16.08	602	198	404	329	87	68	25	89	28	32	40	-9.5	-5.5	-11.3	21.9	70.2	14.4	-32.4	11.3	78.6	18.1	9.8
16.09	491	158	333	253	73	52	21	66	24	17	31	-3.4	0.3	-5	11.8	22.8	6.3	-37.8	23.7	55.9	13.5	14.3
16.10	555	183	372	229	68	51	22	47	24	17	24	-2.2	0.4	-3.5	-4.1	4.7	13.6	-44.3	-16.2	37.3	4.5	34.9
16.11	509	171	339	203	52	43	20	43	25	19	17	-2.8	-1.2	-3.5	-6.8	1.8	19.2	-43.2	-29.7	43.1	22.2	15.0
16.12	573	179	395	216	54	43	22	54	22	23	21	6.6	7.8	6.1	2.2	15.1	23.2	-32.6	-16	28.1	33.9	20.8
17.01	635	200	435	288	57	63	26	86	25	32	38	11.4	20.4	7.7	12.6	8.3	32.7	-30.2	5.5	67.9	38.3	29.0
17.02	480	167	314	276	59	51	20	79	40	27	18	-7.0	-7.5	-6.8	-4.8	8.1	2.0	-50.1	-17.5	84.3	-3.2	-12.2
17.03	499	166	333	242	36	51	20	79	30	26	20	10.8	11.5	10.4	-12.7	-40.0	2.2	-44.6	-7.9	39.2	9.7	9.5
17.04	529	177	352	229	23	53	21	75	32	25	21	3.5	7.1	1.8	-20.0	-66.6	2.7	-43.0	-8.3	54.3	-6.5	12.5
17.05	515	170	345	227	25	52	20	76	30	23	27	4.0	4.4	3.8	-17.1	-64.1	2.0	-38.3	3.2	35.5	-0.7	10.9
17.06	464	154	310	233	25	59	19	76	32	22	26	-1.7	1.8	-3.4	-15.2	-66.4	0.8	-30.4	6.6	63.2	-1.6	4.7
17.07	609	202	408	292	28	78	24	94	33	35	36	5.6	9.6	3.7	-14.0	-69.3	6.8	-20.9	8.4	24.7	12.4	0.0
17.08	597	202	396	319	34	82	25	98	44	36	41	-0.7	1.9	-2.0	-3.2	-61.2	21.1	0.6	10.3	53.6	13.2	2.7
17.09	529	172	357	249	32	68	22	76	28	23	30	7.8	9.2	7.2	-1.4	-56.1	29.9	4.6	15.5	20.5	33.3	-3.4
17.10	609	206	403	263	35	66	26	81	31	25	23	9.8	12.8	8.3	15.0	-49.3	31.1	22.5	69.8	28.5	41.6	-6.4
17.11	566	198	368	250	30	57	24	79	35	25	17	11.1	16.1	8.6	23.1	-42.1	31.0	20.2	82.8	38.6	29.0	2.8
17.12	630	207	423	262	33	56	25	82	41	24	20	9.9	15.8	7.2	21.1	-37.9	32.0	12.5	52.3	91.0	8.1	-1.9
18.01	604	193	411	284	31	63	22	97	42	29	31	-4.9	-3.5	-5.5	-1.4	-46.0	0.3	-14.5	12.8	69.0	-8.1	-17.8
18.02	669	229	440	340	35	72	29	120	48	37	25	39.2	37.3	40.2	23.0	-41.5	40.7	43.2	51.9	19.7	36.3	32.8
18.03	549	182	367	292	40	59	19	100	45	27	20	10.0	9.8	10.1	20.6	11.8	16.9	-4.9	27.2	52.6	3.8	1.9
18.04	612	206	406	298	37	68	23	99	42	29	20	15.6	16.5	15.2	29.7	60.9	29.2	6.3	31.9	30.1	15.5	-3.6
18.05	568	186	382	274	37	67	19	87	38	26	27	10.2	9.3	10.6	20.9	46.1	29.3	-5.1	14.0	25.6	14.0	-2.1
18.06	539	175	363	289	38	76	19	90	42	24		16.0	13.5	17.3	24.3	49.0	29.6	2.5	18.1	31.8	11.0	
18.07	657	217	440	321	41	88	23	93	40	36		7.8	7.6	8.0	10.1	45.9	12.6	-5.1	-0.9	22.8	3.3	
18.08	735	253	483	327	48	86	26	87	43	38		23.1	25.3	22.0	2.7	40.9	4.9	2.8	-11.8	-1.7	6.4	
18.09	553	182	371	260	43	65	22	65	41	24		4.5	5.7	3.9	4.3	36.4	-3.8	-2.9	-14.9	43.7	5.7	
18.10	696	231	465	270	48	72	24	65	37	25		14.3	12.1	15.4	2.4	37.6	7.7	-8.3	-19.8	20.0	0.8	
18.11	692	228	463	250	40	62	21	68	38	22		22.1	15.3	25.8	0.1	35.1	8.8	-14.8	-14.6	9.0	-12.4	
18.12	757	245	512	273	42	60	23	84	41	24		20.1	18.4	21.0	4.2	25.2	6.2	-6.4	2.8	-2.0	-2.9	
19.01	805	250	554	315	39	75	24	107	37	32		33.2	29.9	34.8	11.1	28.7	19.3	9.3	10.3	-10.7	10.0	
19.02	712	256	456	336	45	72	28	105	52	33		6.5	11.9	3.7	-1.1	31.3	1.0	-2.2	-12.3	6.8	-8.8	
19.03		238			49	69		99	39			31.3				20.9	16.2		-1.9	-14.0		

주: 개별 국가별 출국자는 각국 관광청 입국자 데이터로 역산

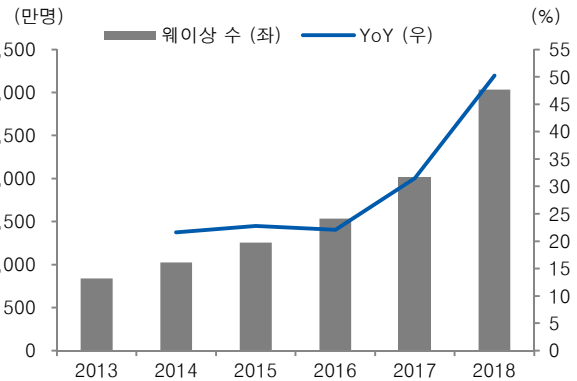
자료: 각국 관광청, 유안타증권 리서치센터

[그림 3] 중국 웨이상 시장규모 추이



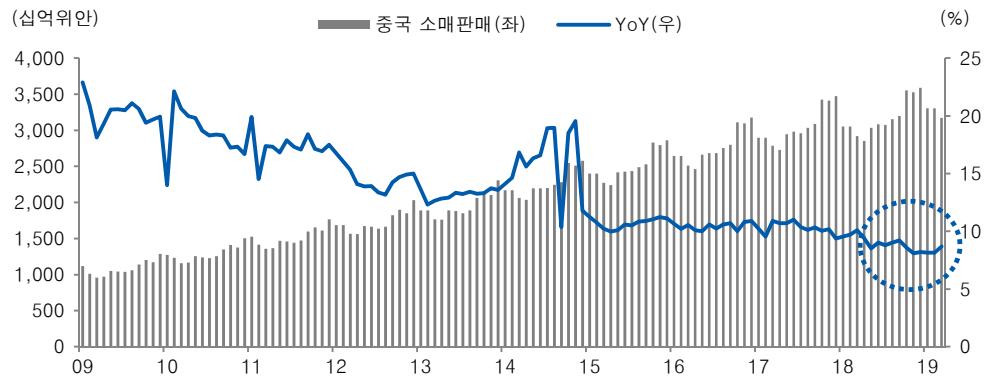
자료: 중국산업정보망

[그림 4] 중국 웨이상수 추이



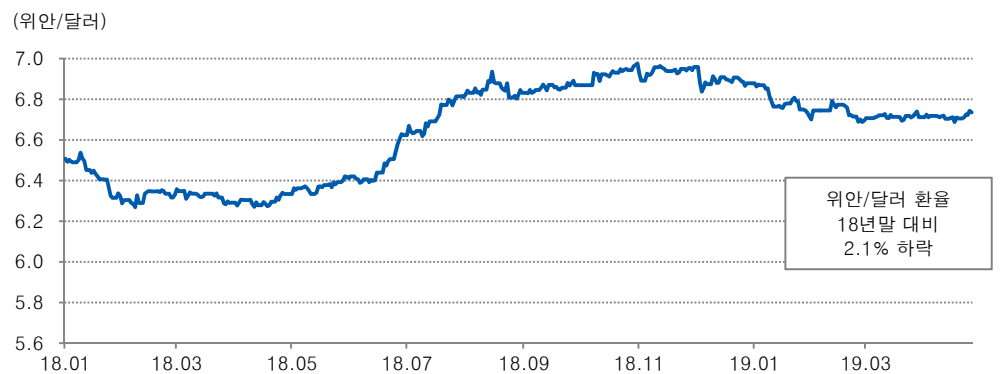
자료: 중국산업정보망

[그림 5] 중국 소매판매액 추이 - 2019년 3월 3.17조위안(+8.7% YoY)



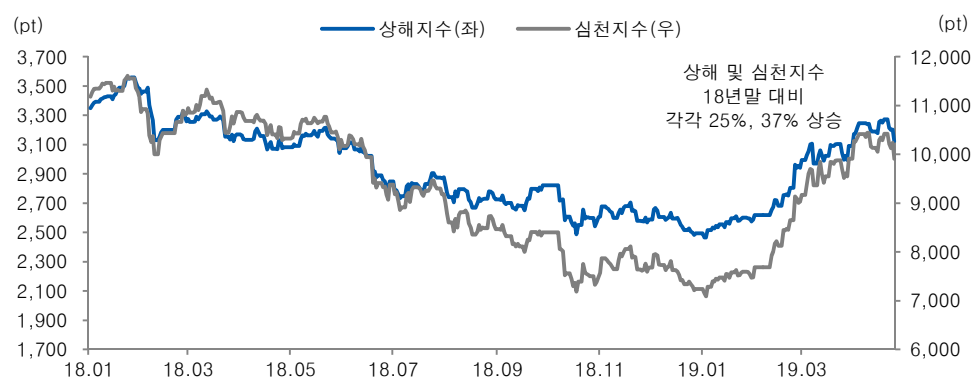
자료: 중국 국가통계국, 유안타증권 리서치센터

[그림 6] 위안/달러 환율 추이



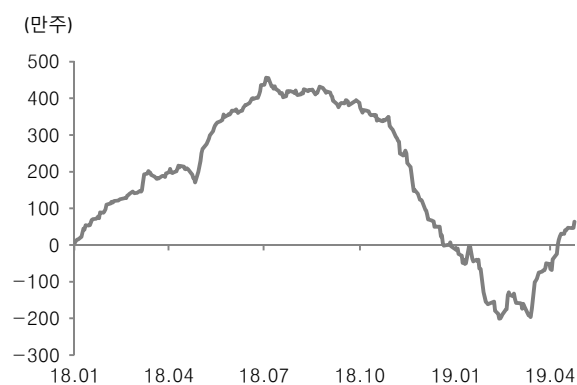
자료: 유안타증권 리서치센터

[그림 7] 중국 증시, 2019년 들어 강한 상승세 시현 中



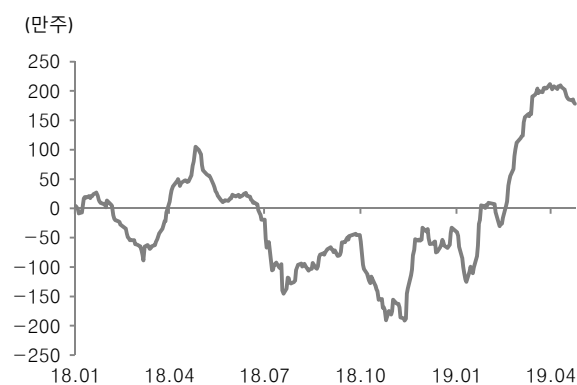
자료: 유안타증권 리서치센터

[그림 8] 호텔신라 외국인 누적 순매수 수량 추이 (2018.1.1~현재)



자료: 유안타증권 리서치센터

[그림 9] 호텔신라 기관 누적 순매수 수량 추이 (2018.1.1~현재)



자료: 유안타증권 리서치센터

호텔신라 (008770) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

손익계산서	(단위: 억원)				
결산 (12월)	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
매출액	35,147	47,137	58,583	64,710	69,506
매출원가	18,660	24,622	33,620	37,072	39,619
매출총이익	16,486	22,515	24,964	27,638	29,887
판매비	15,756	20,424	21,495	23,702	25,330
영업이익	731	2,091	3,469	3,936	4,556
EBITDA	1,445	2,837	4,505	4,945	5,533
영업외손익	-283	-621	-360	-226	-129
외환관련손익	61	-52	0	0	0
이자손익	-148	-77	0	64	141
관계기업관련손익	0	0	0	0	0
기타	-196	-492	-360	-290	-270
법인세비용차감전순이익	447	1,470	3,109	3,710	4,428
법인세비용	195	367	737	898	1,072
계속사업순이익	253	1,103	2,372	2,812	3,356
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	253	1,103	2,372	2,812	3,356
지배지분순이익	253	1,103	2,372	2,812	3,356
포괄손익	192	1,102	2,265	2,705	3,249
지배지분포괄이익	192	1,102	2,265	2,706	3,250

주: 영업이익의 산출 기준은 기존 k-GAAP과 동일. 즉, 매출액에서 매출원가와 판매비만 차감

재무상태표	(단위: 억원)				
결산 (12월)	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
유동자산	11,677	12,722	18,186	21,815	25,343
현금및현금성자산	4,744	2,819	6,293	8,893	11,604
매출채권 및 기타채권	1,762	2,196	2,267	2,389	2,486
재고자산	4,691	7,036	8,817	9,723	10,444
비유동자산	10,515	10,316	24,006	23,981	23,989
유형자산	6,931	6,969	6,792	6,867	6,948
관계기업등 지분관련자산	328	345	329	313	298
기타투자자산	2,536	2,184	2,176	2,176	2,176
자산총계	22,192	23,037	42,192	45,796	49,332
유동부채	8,794	10,027	12,047	13,077	13,389
매입채무 및 기타채무	5,626	6,945	7,941	8,318	8,631
단기차입금	216	98	1,122	1,774	1,774
유동성장기부채	2,000	1,500	1,500	1,500	1,500
비유동부채	6,717	5,359	20,359	20,359	20,359
장기차입금	0	0	0	0	0
사채	6,486	4,991	5,991	5,991	5,991
부채총계	15,510	15,387	32,407	33,436	33,748
지배지분	6,675	7,644	9,777	12,349	15,573
자본금	2,000	2,000	2,000	2,000	2,000
자본잉여금	1,966	1,966	1,966	1,966	1,966
이익잉여금	3,816	4,754	6,993	9,673	12,896
비지배지분	7	7	8	11	11
자본총계	6,681	7,651	9,785	12,360	15,584
순차입금	3,919	3,575	2,125	178	-2,533
총차입금	8,701	6,589	8,613	9,265	9,265

현금흐름표	(단위: 억원)				
결산 (12월)	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
영업활동 현금흐름	2,072	1,539	4,168	5,037	5,696
당기순이익	253	1,103	2,372	2,812	3,356
감가상각비	581	623	927	925	920
외환손익	4	-19	0	0	0
종속, 관계기업관련손익	80	18	0	0	0
자산부채의 증감	664	-1,173	-67	328	475
기타현금흐름	490	987	936	972	945
투자활동 현금흐름	-1,621	-1,028	-783	-1,036	-1,036
투자자산	-893	-278	16	16	16
유형자산 증가 (CAPEX)	-649	-778	-750	-1,000	-1,000
유형자산 감소	44	65	0	0	0
기타현금흐름	-123	-37	-49	-52	-52
재무활동 현금흐름	853	-2,447	1,891	520	-133
단기차입금	-289	-122	1,024	652	0
사채 및 장기차입금	1,491	-2,000	1,000	0	0
자본	0	0	0	0	0
현금배당	-133	-133	-133	-133	-133
기타현금흐름	-216	-192	0	0	0
연결범위변동 등 기타	-26	11	-1,802	-1,921	-1,816
현금의 증감	1,278	-1,925	3,474	2,600	2,711
기초 현금	3,467	4,744	2,819	6,293	8,893
기말 현금	4,744	2,819	6,293	8,893	11,604
NOPLAT	731	2,091	3,469	3,936	4,556
FCF	1,143	364	2,865	3,321	3,906

자료: 유안타증권

주: 1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임

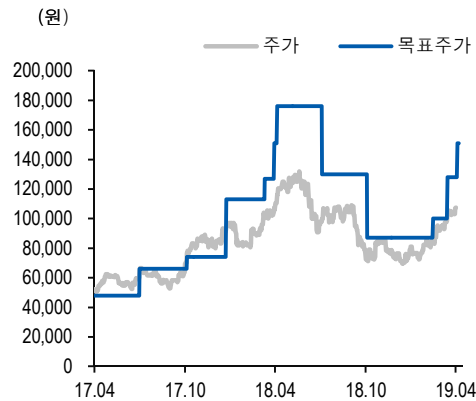
2. PER 등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 증가 기준, 전망치는 현재주가 기준임

3. ROE, ROA의 경우, 자본, 자산 항목은 연초, 연말 평균을 기준으로 함

Valuation 지표	(단위: 원, 배, %)				
결산 (12월)	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
EPS	637	2,803	6,037	7,158	8,544
BPS	17,633	20,194	25,828	32,624	41,140
EBITDAPS	3,613	7,093	11,263	12,363	13,834
SPS	87,867	117,842	146,459	161,775	173,764
DPS	350	350	350	350	350
PER	93.3	34.7	17.7	14.9	12.5
PBR	3.4	4.8	4.1	3.3	2.6
EV/EBITDA	19.1	14.9	9.9	8.7	7.3
PSR	0.7	0.8	0.7	0.7	0.6

재무비율	(단위: 배, %)				
결산 (12월)	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
매출액 증가율 (%)	-5.4	34.1	24.3	10.5	7.4
영업이익 증가율 (%)	-7.4	186.1	65.9	13.5	15.8
지배지분이익 증가율 (%)	-9.1	336.3	115.0	18.6	19.3
매출총이익률 (%)	46.9	47.8	42.6	42.7	43.0
영업이익률 (%)	2.1	4.4	5.9	6.1	6.6
지배지분이익률 (%)	0.7	2.3	4.0	4.3	4.8
EBITDA 마진 (%)	4.1	6.0	7.7	7.6	8.0
ROIC	5.0	19.2	29.2	30.6	33.4
ROA	1.2	4.9	7.3	6.4	7.1
ROE	3.8	15.4	27.2	25.4	24.0
부채비율 (%)	232.1	201.1	331.2	270.5	216.6
순차입금/자기자본 (%)	58.7	46.8	21.7	1.4	-16.3
영업이익/금융비용 (배)	3.3	11.3	18.6	19.6	22.7

호텔신라 (008770) 투자등급 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	과리율 평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2019-04-29	BUY	151,000	1년		
2019-04-09	BUY	128,000	1년	-18.30	-16.02
2019-03-11	BUY	100,000	1년	-7.47	-1.70
2019-01-28	HOLD	87,000	1년	-10.54	-
2018-10-29	BUY	87,000	1년	-11.29	-0.80
2018-07-30	BUY	130,000	1년	-24.24	-16.15
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

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)	0.5
Buy(매수)	86.1
Hold(중립)	13.4
Sell(비중 축소)	0.0
합계	100.0

주: 기준일 2019-04-26

※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 투자의사결정은 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.