

2019. 4. 29



## ▲ 유통/화장품

Analyst 양지혜

02. 6098-6667

jihye.yang@meritz.co.kr

## Buy

적정주가 (12개월) 135,000 원

현재주가 (4.26) 107,500 원

상승여력 25.6%

KOSPI 2,179.31pt

시가총액 42,192억원

발행주식수 3,925만주

유동주식비율 77.22%

외국인비중 27.94%

52주 최고/최저가 132,000원/69,500원

평균거래대금 607.8억원

## 주요주주(%)

삼성생명보험 외 5 인 17.34

국민연금 13.74

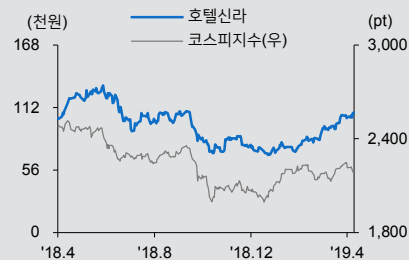
BlackRock Fund Advisors 외 13 인 5.04

주가상승률(%) 1개월 6개월 12개월

절대주가 14.1 48.5 -1.8

상대주가 12.5 38.1 11.5

## 주가그래프



## 호텔신라 008770

## 또 다시 어닝 서프라이즈

- ✓ 1분기 매출액 1,34조원 (+19.3% YoY), 영업이익 817억원 (+84.8% YoY) 달성
- ✓ 웨이상들의 대량구매 확대와 경쟁강도 완화, 호텔 투숙률 개선 및 IFRS16 효과 반영
- ✓ 4월 면세점 고성장 지속된 가운데 5월 외국인 관광객 급증으로 2분기 호실적 전망
- ✓ 1분기 어닝 서프라이즈와 구조적인 중국의 럭셔리 소비 성장 반영하여 추정치 상향
- ✓ 투자 의견 Buy 유지, 적정주가 135,000원으로 상향

## 1Q 시장 컨센서스를 대폭 상회하는 호실적 기록

호텔신라의 1분기 실적은 연결기준 매출액 1,34조원 (+19.3% YoY), 영업이익 817억 원 (+84.8% YoY), 지배주주순이익 (+63.7% YoY)을 기록하여 시장 컨센서스 영업이익 555억원을 대폭 상회했다. 영업이익이 예상치를 상회한 이유는 1) 시내면세점에서 웨이상들의 대량구매 확대와 경쟁강도 완화에 따른 알선수수료율 하락, 2) 공항 면세점은 지난해 인천공항 제2터미널 및 홍콩공항 신규 오픈 비용으로 낮은 기저 및 FIT 증가에 따른 트래픽 증가, 그리고 IFRS116 적용에 따른 임차료에 대한 리스 회계기준 변경 (기존 임차료가 감가상각비와 이자비용으로 나누어 인식됨), 3) 호텔, 레저 사업부의 제주와 신라스테이 중심으로 투숙률 개선, 4) 싱가포르, 홍콩 등 해외 면세점의 이익 확대 (1분기 50억원 추정) 때문이다. 4월에도 면세점은 전년대비 높은 성장세를 지속한 것으로 판단되며 5월 중국 노동절 연휴 및 일본 사상 최장의 골든위크로 관광객 급증과 함께 2분기에도 호실적을 이어갈 전망이다.

## 투자 의견 Buy 유지, 적정주가 135,000원으로 상향

호텔신라에 대해 투자 의견 Buy를 유지하고 1분기 어닝 서프라이즈와 구조적인 중국의 럭셔리 소비 성장을 반영하여 적정주가를 120,000원에서 135,000원으로 상향한다. 2019년과 2020년 EPS 추정치를 각각 +11.7%, +21.3% 조정하고 적정 PER는 27배 (글로벌 명품업체 평균)를 유지했다. 2019년 매출액은 +15.7% YoY (시내 +17.9%, 공항 +15.4%, 호텔레저 6.1%), 영업이익은 +56.8% YoY 증가할 전망이다. 2019년 중국 전자상거래법 시행 이후 상위 면세사업자 중심으로 웨이상 수요가 집중되고 있으며 글로벌 럭셔리 기업들 또한 브랜드 홍보 및 효과적인 중국 3~4선 도시 진출을 위한 면세점 성장 전략을 강화하면서 호텔신라의 수혜가 예상된다.

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2017	3,514.7	73.1	25.3	637	-9.2	16,687	133.3	5.1	26.0	3.8	232.1
2018	4,713.7	209.1	110.3	2,803	340.2	19,110	27.3	4.0	12.0	15.4	201.1
2019E	5,456.1	327.9	194.8	4,956	76.8	23,648	21.7	4.5	7.9	22.8	301.0
2020E	6,020.0	385.2	251.6	6,402	29.2	29,605	16.8	3.6	7.0	23.6	250.0
2021E	6,561.8	426.5	296.3	7,541	17.8	36,680	14.3	2.9	6.1	22.3	209.3

표1 호텔신라 1Q19 Earnings Review

(십억원)	1Q19	1Q18	(% YoY)	4Q18	(% QoQ)	메리츠	(% diff.)	컨센서스	(% diff.)
매출액	1,343.2	1,125.5	19.3	1,192.8	12.6	1,267.2	6.0	1,284.0	4.6
영업이익	81.7	44.2	84.9	27.5	197.1	50.6	61.5	55.5	47.2
지배주주순이익	51.9	31.7	63.7	-21.2	344.8	34.2	51.8	36.3	43.0
영업이익률 (%)	6.1			2.3		4.0	2.1%p	4.3	1.8%p
지배주주순이익률 (%)	3.9			-1.8		2.7	1.2%p	2.8	1.1%p

자료: 호텔신라, 메리츠증권 리서치센터

표2 추정치 변경 내역

(십억원)	수정 전		수정 후		변화율 (%)	
	2019E	2020E	2019E	2020E	2019E	2020E
매출액	5,345.7	5,900.2	5,456.1	6,020.0	2.1	2.0
영업이익	253.0	292.8	327.9	385.2	29.6	31.6
지배주주순이익	174.4	207.4	194.8	251.6	11.7	21.3

자료: 호텔신라, 메리츠증권 리서치센터

표3 호텔신라 분기별 실적 추이 및 전망 (연결기준)

(십억원)	2017	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	2018	1Q19P	2Q19E	3Q19E	4Q19E	2019E
매출액	3,514.8	1,125.5	1,174.9	1,220.4	1,192.8	4,713.6	1,343.2	1,354.2	1,391.0	1,367.6	5,456.1
증가율 (% YoY)	8.0	28.1	46.7	29.4	33.7	34.1	19.3	15.3	14.0	14.7	15.7
TR	3,075.3	1,013.7	1,054.9	1,093.5	1,071.5	4,233.6	1,225.2	1,225.4	1,257.5	1,238.4	4,946.6
시내점	1,859.8	581.4	613.2	625.5	620.9	2,441.0	721.0	717.4	719.3	720.2	2,878.0
공항점	1,215.4	432.3	441.7	468.0	450.6	1,792.6	504.2	508.0	538.2	518.2	2,068.5
호텔&레저	439.5	111.8	120.0	126.9	121.3	480.0	118.0	128.8	133.4	129.2	509.4
증가율 (% YoY)											
TR	7.4	29.5	52.6	32.5	38.0	37.7	20.9	16.2	15.0	15.6	16.8
시내점	10.8	22.0	54.0	22.7	30.7	31.3	24.0	17.0	15.0	16.0	17.9
공항점	1.7	41.2	50.7	48.5	49.8	47.5	16.6	15.0	15.0	15.0	15.4
호텔&레저	12.8	16.6	9.4	7.5	4.7	9.2	5.5	7.3	5.1	6.5	6.1
비중 (%)											
TR	89.0	90.1	89.8	89.6	89.8	89.8	91.2	90.5	90.4	90.6	90.7
시내점	57.2	51.7	52.2	51.3	52.1	51.8	53.7	53.0	51.7	52.7	52.7
공항점	31.9	38.4	37.6	38.3	37.8	38.0	37.5	37.5	38.7	37.9	37.9
호텔&레저	11.0	9.9	10.2	10.4	10.2	10.2	8.8	9.5	9.6	9.4	9.3
영업이익	73.0	44.2	69.5	68.0	27.5	209.1	81.7	99.1	97.5	49.6	327.9
증가율 (% YoY)	-7.5	341.7	301.7	124.3	77.2	186.3	84.9	42.6	43.5	80.4	56.8
영업이익률 (%)	1.8	3.9	5.9	5.6	2.3	4.4	6.1	7.3	7.0	3.6	6.0
TR	58.5	47.6	64.0	59.4	25.1	196.1	82.2	91.9	88.0	45.8	308.0
증가율 (% YoY)	-25.9	181.7	680.5	152.8	153.5	235.2	72.7	43.6	48.2	82.6	57.0
영업이익률 (%)	1.6	4.7	6.1	5.4	2.3	4.6	6.7	7.5	7.0	3.7	6.2
호텔&레저	14.6	-3.4	5.5	8.6	2.4	13.0	-0.5	7.2	9.5	3.8	20.0
증가율 (% YoY)	흑전	적지	-39.6	26.0	-57.3	-10.8	적지	30.7	10.9	58.2	53.3
영업이익률 (%)	3.3	-3.1	4.6	6.8	2.0	2.7	-0.4	5.6	7.1	2.9	3.9

자료: 호텔신라, 메리츠증권 리서치센터

그림1 IAS 17 → IFRS 16 주요 변화

## IFRS 16의 주요 변경·추가 내용

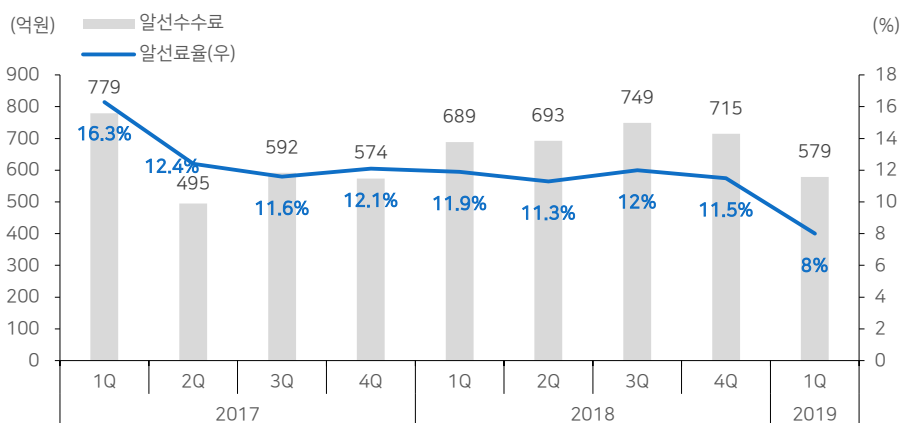
- 리스이용자의 모든 리스(일부 예외 있음)의 사용권자산과 리스부채 인식
- 리스이용자의 인식 면제 규정: 단기리스, 소액자산리스
- 리스의 식별과 관련된 상세한 지침 제공
- 리스요소와 비리스요소의 구분 규정 명확화 (실무적 간편법: 구분하지 않고 모두 리스로 봄)
- 리스료의 범위 변경 (지수나 요율(이율) 관련 변동리스료, 잔존가치보증 관련 리스료)
- 리스부채 재측정, 리스변경 회계처리 지침 제공
- 판매 후 리스 회계처리 변경 (자산이 판매인자를 IFRS 15에 따라 판단)
- 공시 강화

## 리스이용자의 재무제표에 미치는 영향

재무상태표	손익계산서	현금흐름표
사용권 자산 ↑ 리스 부채 ↑	영업비용 ↓ (리스료 > 감가상각비) 금융원가 ↑ (리스부채 이자비용)	영업활동 현금유출 ↓ 재무활동 현금유출 ↑

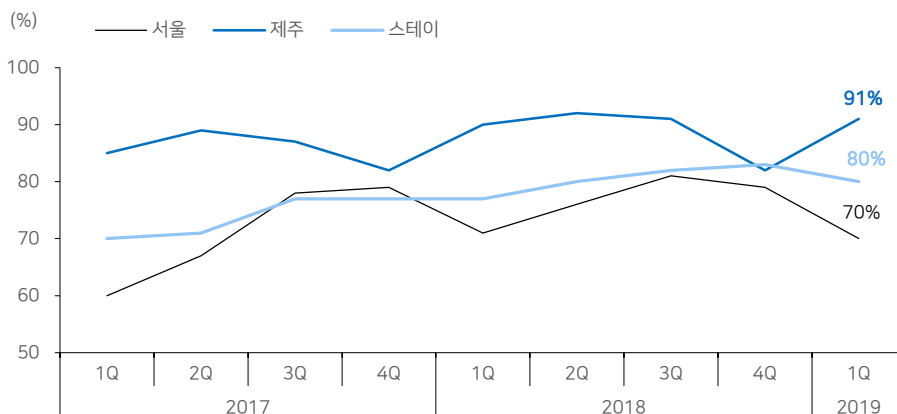
자료: 한국회계기준원, 메리츠증권 리서치센터

그림2 최근 3년 시내점 매출액 대비 알선수수료를 추이



자료: 호텔신라, 메리츠증권 리서치센터

그림3 주요 호텔 분기별 투숙률 현황



자료: 호텔신라, 메리츠증권 리서치센터

## 호텔신라 (008770)

## Income Statement

(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
매출액	3,514.7	4,713.7	5,456.1	6,020.0	6,561.8
매출액증가율 (%)	-5.4	34.1	15.7	10.3	9.0
매출원가	1,866.1	2,462.2	2,831.7	3,122.9	3,399.0
매출총이익	1,648.7	2,251.5	2,624.3	2,897.1	3,162.8
판매관리비	1,575.6	2,042.4	2,296.4	2,511.9	2,736.3
영업이익	73.1	209.1	327.9	385.2	426.5
영업이익률	2.1	4.4	6.0	6.4	6.5
금융손익	-14.8	-7.7	-33.1	-20.6	-9.5
종속/관계기업손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	-13.5	-54.4	-28.0	-20.0	-15.0
세전계속사업이익	44.8	147.0	266.8	344.6	402.0
법인세비용	19.5	36.7	72.0	93.0	105.8
당기순이익	25.3	110.3	194.8	251.5	296.2
지배주주지분 순이익	25.3	110.3	194.8	251.5	296.3

## Statement of Cash Flow

(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
영업활동 현금흐름	207.2	153.9	1,772.9	516.4	528.9
당기순이익(손실)	25.3	110.3	194.8	251.5	296.2
유형자산상각비	58.1	62.3	175.7	137.1	111.4
무형자산상각비	13.3	12.3	13.5	9.7	7.0
운전자본의 증감	66.4	-117.3	1,345.3	79.3	80.4
투자활동 현금흐름	-162.1	-102.8	-1,196.1	-92.5	-91.2
유형자산의증가(CAPEX)	-64.9	-77.8	-65.0	-60.0	-60.0
투자자산의감소(증가)	-82.9	33.6	-38.9	-30.2	-29.0
재무활동 현금흐름	85.3	-244.7	-127.0	-122.1	-117.2
차입금의 증감	118.6	-211.3	-70.0	-70.0	-70.0
자본의 증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	127.8	-192.5	449.8	301.9	320.5
기초현금	346.7	474.4	281.9	731.7	1,033.6
기말현금	474.4	281.9	731.7	1,033.6	1,354.1

## Balance Sheet

(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
유동자산	1,167.7	1,272.2	1,759.9	2,168.1	2,590.7
현금및현금성자산	474.4	281.9	731.7	1,033.6	1,354.1
매출채권	77.1	94.8	99.5	109.8	119.7
재고자산	469.1	703.6	678.7	748.8	816.2
비유동자산	1,051.5	1,031.6	2,035.5	1,978.9	1,949.4
유형자산	693.1	696.9	586.3	509.1	457.7
무형자산	43.8	48.0	34.5	24.8	17.9
투자자산	286.4	252.8	291.8	321.9	350.9
자산총계	2,219.2	2,303.7	3,795.4	4,146.9	4,540.2
유동부채	879.4	1,002.7	1,391.6	1,450.6	1,510.8
매입채무	241.0	284.2	303.9	335.3	365.5
단기차입금	21.6	9.8	9.8	9.8	9.8
유동성장기부채	200.0	150.0	130.0	110.0	90.0
비유동부채	671.7	536.0	1,457.3	1,511.5	1,561.6
사채	648.6	499.1	449.1	399.1	349.1
장기차입금	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
부채총계	1,551.0	1,538.7	2,848.9	2,962.1	3,072.4
자본금	200.0	200.0	200.0	200.0	200.0
자본잉여금	196.6	196.6	196.6	196.6	196.6
기타포괄이익누계액	-6.2	-3.0	-3.0	-3.0	-3.0
이익잉여금	381.6	475.4	656.9	895.2	1,178.2
비지배주주지분	0.7	0.7	0.6	0.6	0.6
자본총계	668.1	765.1	946.6	1,184.8	1,467.8

## Key Financial Data

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
주당데이터(원)					
SPS	89,551	120,099	139,014	153,383	167,188
EPS(지배주주)	637	2,803	4,956	6,402	7,541
CFPS	3,964	7,339	12,461	13,046	13,501
EBITDAPS	3,682	7,229	13,175	13,555	13,883
BPS	16,687	19,110	23,648	29,605	36,680
DPS	350	350	350	350	350
배당수익률(%)	0.4	0.5	0.3	0.3	0.3
Valuation(Multiple)					
PER	133.3	27.3	21.7	16.8	14.3
PCR	21.4	10.4	8.6	8.2	8.0
PSR	0.9	0.6	0.8	0.7	0.6
PBR	5.1	4.0	4.5	3.6	2.9
EBITDA	144.5	283.7	517.1	532.0	544.9
EV/EBITDA	26.0	12.0	7.9	7.0	6.1
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	3.8	15.4	22.8	23.6	22.3
EBITDA 이익률	4.1	6.0	9.5	8.8	8.3
부채비율	232.1	201.1	301.0	250.0	209.3
금융비용부담률	0.6	0.4	0.8	0.6	0.5
이자보상배율(x)	3.3	11.3	7.5	9.9	12.6
매출채권회전율(x)	36.0	54.8	56.1	57.5	57.2
재고자산회전율(x)	7.5	8.0	7.9	8.4	8.4

## Compliance Notice

동 자료는 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 2019년 4월 29일 현재 동 자료에 언급된 종목을 유가증권(DR, CB, IPO, 시장조성 등) 발행 관련하여 지난 6개월 간 주간사로 참여하지 않았습니다. 당사는 2019년 4월 29일 현재 동 자료에 언급된 종목을 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다. 당사의 조사분석 담당자는 2019년 4월 29일 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 발생 할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 동 자료를 이용하시는분은 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	97.7%
중립	2.3%
매도	0.0%

2019년 3월 31일 기준으로  
최근 1년간 금융투자상품에 대하여  
공표한 최근일 투자등급의 비율

## 호텔신라 (008770) 투자등급변경 내용

\* 적정가격 대상시점: 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	-42.0	-35.6	
2018.11.19	산업분석	Buy	120,000	양지혜	-35.3	-28.1	
2019.01.21	산업브리프	Buy	105,000	양지혜	-27.0	-21.7	
2019.02.21	산업브리프	Buy	105,000	양지혜	-21.9	-9.2	
2019.03.27	기업브리프	Buy	120,000	양지혜	-15.9	-10.4	
2019.04.29	기업브리프	Buy	135,000	양지혜	-	-	