

COMPANY REPORT

한화갤러리아타임월드

(027390)



매수 (신규)

현재주가 (1월 13일) **76,500 원**목표주가 **95,000 원 (신규)**상승여력 **24.2%**

[Analyst]

 김규리 ☎ (02) 3772-1549
 연구원 ✉ kimkyuri@shinhan.com

 박희진 ☎ (02) 3772-1562
 연구위원 ✉ hpark@shinhan.com

KOSPI	1,916.28p
KOSDAQ	686.03p
시가총액	459.0 십억원
액면가	5,000 원
발행주식수	6.0 백만주
유통주식수	1.7 백만주(28.9%)
52 주 최고/최저가	200,000 원/54,300 원
일평균 거래량 (60 일)	23,508 주
일평균 거래액 (60 일)	2,320 백만원
외국인 지분율	7.93%
주요주주	한화갤러리아 69.45%
절대수익률	3개월 -33.5%
	6개월 -24.3%
	12개월 13.0%
KOSPI 대비	3개월 -29.9%
상대수익률	6개월 -18.5%
	12개월 13.0%

1) EBITDA (Earnings Before Interest, Tax, Depreciation and Amortization): 법인세 · 이자 · 감가상각비 차감 전 영업이익

2) EV(Enterprise Value): 시장가치

성장의 날개를 펴다

투자포인트 1) 서울 시내면세점 신규 반영, 2) 기존 사업장 실적 개선

2016년부터 서울 시내면세점 실적이 반영되기 시작한다. 총매출액 3,182억원, 영업이익 108억원이 기대된다. 새로운 성장 동력인 서울 시내면세점은 향후 3년간 연평균 16.0%의 높은 매출 성장이 예상된다.

대전 백화점은 지난 10월 3차 리뉴얼을 마쳤다. 리뉴얼 완료로 인한 집객효과와 영업면적 증가(3.5%)로 2016년 총매출액 4.4% YoY 성장이 기대된다. 제주 면세점도 중동호흡기 증후군(MERS, 이하 메르스) 영향에서 벗어나 1Q16부터 흑자전환하겠다.

2016년 매출액 +81.8% YoY, 영업이익 +111.1% YoY 전망

2016년 총매출액은 7,783억원(+81.8% YoY)으로 전망한다. 영업이익은 2015년 기저효과(-33.6% YoY)와 서울 시내면세점 덕분에 111.1% YoY 성장한 468억원이 기대된다. 영업이익률은 6.0% (+0.8%p YoY)로 추정된다.

투자의견 '매수', 목표주가 95,000원으로 신규 커버리지 개시

투자의견 '매수', 목표주가 95,000원으로 커버리지를 개시한다. 목표주가는 백화점 사업부 EBITDA¹⁾에 목표 EV²⁾/EBITDA 6.1배, 면세점 사업부 EBITDA에 목표 EV/EBITDA 9.5배를 적용하여 산정했다.

12월 결산	2013	2014	2015F	2016F	2017F
매출액 (십억원)	124.9	160.3	169.1	403.9	457.1
영업이익 (십억원)	35.8	33.4	22.2	46.8	53.4
순이익 (십억원)	12.2	24.5	14.1	31.6	38.2
EPS (원)	2,035	4,076	2,355	5,272	6,369
BPS (원)	43,008	47,298	48,163	52,461	57,740
영업이익률 (%)	28.7	20.8	13.1	11.6	11.7
순이익률 (%)	9.8	15.3	8.4	7.8	8.4
ROE (%)	4.9	9.0	4.9	10.5	11.6
PER (x)	15.0	18.7	41.8	14.5	12.0
PBR (x)	0.7	1.6	2.0	1.5	1.3
EV/EBITDA (x)	3.9	11.2	23.0	7.5	6.2

자료: 회사 자료, 신한금융투자 추정

주: 상기 이익률은 매출액 대비

Contents

03 I. Valuation: 투자익권 및 목표주가

투자의견 '매수' 목표주가 95,000원으로 커버리지 개시

05 II. 기업 개요

지역 백화점에서 면세점 사업자로 진화

2015년 12월, 서울 시내면세점 오픈

06 III. 투자포인트

1) 대전 백화점: 점유율 상승세 지속 (15년 47.0% → 17년 48.7%)

2) 제주 공항면세점: 메르스 영향은 이제 끝, 남은 건 기저효과뿐

3) 서울 시내면세점: 중장기 성장 동력, 2018년까지 연평균 16.0% 성장 전망

12 IV. 산업 분석

1) 대전 백화점: 상대적으로 높은 성장성

2) 제주 공항면세점: 중국인 관광객 수 증가가 key

3) 서울 시내면세점: 경쟁 심화를 상쇄시킬 입국자 수 증가 필요

17 V. 영업실적 전망

2016년 총매출액은 81.8% YoY 증가한 7,783억원 전망

영업이익률은 2015년을 저점으로 반등

19 VI. 재무분석

2015년 창사 이래 최대 CAPEX 투자 집행

22 VII. 기타 참고자료 - 백화점의 매출 구조

I. Valuation: 투자의견 및 목표주가

백화점과 면세점 사업부
EBITDA에 동종업계 배수를
각각 10%, 20% 할인하여
목표주가 산정

투자의견 '매수' 목표주가 95,000원으로 커버리지 개시

투자의견 '매수', 목표주가 95,000원으로 커버리지를 개시한다. 목표주가는 영업가치에 지분가치를 더한 후 순차입금을 빼는 SOTPs(Sum Of The Parts, 부분가치합산) 방식으로 산정했다.

백화점 사업부의 목표 EV/EBITDA 배수는 백화점 3사(롯데쇼핑, 현대백화점, 신세계)의 평균을 10% 할인하여 적용했다. 대전 내에서는 점유율 1위 사업자이나 단일 점포의 한계가 있기 때문이다.

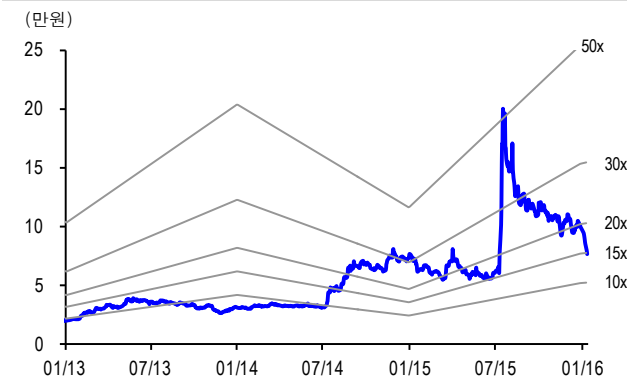
면세점 사업가치는 제주, 서울 갤러리아 면세점 부문의 합산 EBITDA에 목표 EV/EBITDA 배수 9.5배를 적용했다. 목표 EV/EBITDA 배수는 호텔신라 11.9배를 20% 할인하여 산정했다. 서울 시내면세점의 신규 진입 사업자임을 감안했다.

한화갤러리아타임월드 밸류에이션 테이블

	구분	2016F EBITDA (십억원)	EV/EBITDA (배)	EV (십억원)	비고
영업가치	백화점	39.3	6.5	256.1	백화점 3사 평균의 10% 할인
	면세점	26.0	9.5	247.5	호텔신라의 20% 할인
	합계	65.3	7.7	503.6	(A)
지분가치	한화투자증권			11.8	지분율 : 4.74% / 20% 할인
	한화생명보험			84.6	지분율 : 1.75% / 20% 할인
	합계			96.4	(B)
현금 (십억원)				40.7	(C)
차입금 (십억원)				71.7	(D)
회사가치 (십억원)				569.1	(E)=(A)+(B)+(C)-(D)
주식수 (천주)				6,000	(F)
주당 가치 (원)				94,844	(G)=(E)/(F)
목표주가 (원)				95,000	
현재가 (원)				76,500	1월 13일 종가
상승여력 (%)				24.2	Target PER : 18.0x

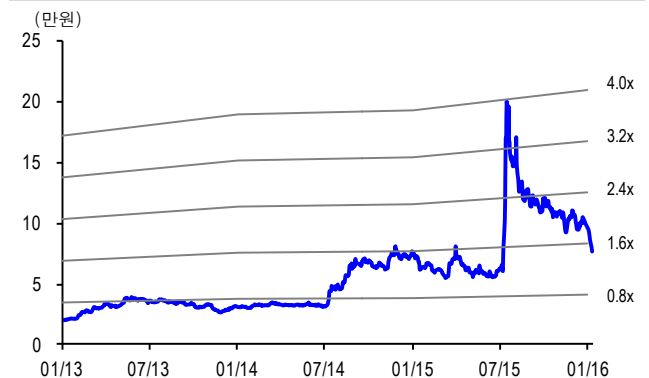
자료: 신한금융투자 추정

한화갤러리아타임월드 12M FWD PER 밴드 차트



자료: QuantiWise, 신한금융투자

한화갤러리아타임월드 12M FWD PBR 밴드 차트



자료: QuantiWise, 신한금융투자

국내 peer 밸류에이션 테이블

		롯데쇼핑	현대백화점	신세계	호텔신라	한화갤러리아타임월드
시가총액 (십억원)		7,242.9	3,112.5	2,269.3	2,767.0	459.0
총매출액 (십억원)	2014	29,042.4	4,563.0	5,053.6	2,909.0	413.7
	2015F	30,276.3	4,909.8	5,069.0	3,249.7	428.7
	2016F	31,450.3	5,902.8	6,282.0	3,761.0	772.9
	2017F	32,659.0	6,584.6	7,572.4	4,238.6	869.0
영업이익 (십억원)	2014	1,188.4	363.7	273.4	139.0	33.4
	2015F	926.4	362.7	264.1	97.6	22.2
	2016F	1,199.8	400.8	314.0	207.0	46.8
	2017F	1,321.2	425.8	373.8	254.3	53.4
순이익 (십억원)	2014	615.7	291.0	186.1	73.5	24.5
	2015F	363.7	296.8	440.5	38.1	14.1
	2016F	737.3	355.2	219.9	156.0	31.6
	2017F	741.3	377.9	252.8	193.0	38.2
매출액증감률 (%)	2014	0.2	0.9	0.0	26.6	16.0
	2015F	4.2	7.6	0.3	11.7	3.6
	2016F	3.9	20.2	23.9	15.7	80.3
	2017F	3.8	11.6	20.5	12.7	12.4
영업이익증감률 (%)	2014	(20.0)	(7.5)	(10.8)	60.5	(6.7)
	2015F	(22.0)	(0.3)	(3.4)	(29.8)	(33.5)
	2016F	29.5	10.5	18.9	112.1	110.8
	2017F	10.1	6.2	19.0	22.9	14.1
순이익증감률 (%)	2014	(30.1)	(13.8)	(4.4)	580.6	100.8
	2015F	(40.9)	2.0	136.7	(48.2)	(42.4)
	2016F	102.7	19.7	(50.1)	309.4	124.1
	2017F	0.5	6.4	15.0	23.7	20.9
영업이익률 (%)	2014	4.1	8.0	5.4	4.8	8.1
	2015F	3.1	7.4	5.2	3.0	5.2
	2016F	3.8	6.8	5.0	5.5	6.1
	2017F	4.0	6.5	4.9	6.0	6.1
순이익률 (%)	2014	2.1	6.4	3.7	2.5	5.9
	2015F	1.2	6.0	8.7	1.2	3.3
	2016F	2.3	6.0	3.5	4.1	4.1
	2017F	2.3	5.7	3.3	4.6	4.4
PER (x)	2014	16.3	10.7	11.4	49.0	18.7
	2015F	25.0	12.4	5.5	73.1	41.8
	2016F	10.7	11.6	11.0	17.8	14.5
	2017F	10.6	11.1	10.2	14.4	12.0
PBR (x)	2014	0.5	0.9	0.7	4.9	1.6
	2015F	0.4	0.9	0.8	3.7	2.0
	2016F	0.4	0.8	0.7	3.1	1.5
	2017F	0.4	0.8	0.7	2.7	1.3
EV/EBITDA (x)	2014	5.7	7.8	11.5	19.9	11.2
	2015F	5.1	7.8	12.0	18.2	23.0
	2016F	3.8	6.5	10.9	10.9	7.5
	2017F	3.7	5.5	9.5	9.4	6.2
ROE (%)	2014	3.2	8.6	6.2	10.4	9.0
	2015F	1.7	7.7	14.8	5.1	4.9
	2016F	3.9	9.0	6.7	19.0	10.5
	2017F	3.8	8.9	6.7	20.1	11.6

자료: Bloomberg, 신한금융투자 추정

주: 1) 호텔신라는 총매출액이 아닌 매출액 기재

2) 영업이익률과 순이익률은 총매출액 대비 (호텔신라의 경우 매출액 대비)

II. 기업 개요

지역 백화점에서 면세점 사업자로 진화

3개 사업부로 구성

- 1) 대전 백화점
- 2) 제주 공항면세점
- 3) 서울 시내면세점

1979년 5월 30일 설립돼 1996년 1월 상장되었다. 최대주주인 한화갤러리아는 69.5%의 지분을 소유하고 있다. 사업부는 1) 대전 백화점(1개 점포) 2) 제주 공항면세점 3) 서울 시내면세점으로 나뉘어 있다.

대전광역시 내 점유율 1위 백화점인 갤러리아 타임월드를 직영하고 있다. 영업면적은 1.7만평이다. 2016년 총매출액 3,827억원, 영업이익 334억이 기대된다. 2014년 4월부터 제주 공항출국장 면세점을 운영하고 있다. 영업면적은 124평이며 110개 브랜드가 입점해있다. 2016년 총매출액 774억원, 영업이익 26억원이 전망된다.

2015년 12월, 서울 시내면세점 오픈

2015년 12월, 63빌딩 내 서울 시내면세점 오픈 (영업면적 3,052평)

지난 7월 HDC신라면세점, SM면세점과 함께 서울 시내면세점 사업자로 선정되었다. 서울 갤러리아 면세점은 63빌딩에 2015년 12월 28일 1차 오픈 되었다. 5개 층으로 구성되어 있으며 영업면적은 3,052평이다.

1) CAGR(Compound Annual Growth Rate): 연평균성장률

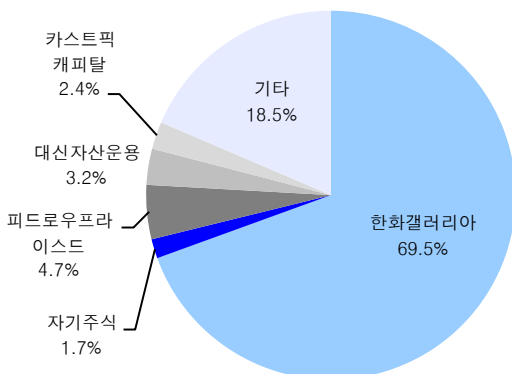
서울 시내면세점의 실적은 2016년부터 본격적으로 인식된다. 2016년 총매출액은 3,182억원이 기대된다. 시내면세점 사업은 동사의 중장기 성장 동력이다. 향후 중국인 관광객 증가에 따라 시내면세점의 매출은 2018년까지 2년간 CAGR¹⁾ 16.0% 성장이 전망된다.

한화갤러리아타임월드 주요 연혁

일시	내용
1979년 5월	국종 기업사 설립
1986년 1월	(주)동양백화점으로 상호 변경
1996년 1월	기업공개
1997년 9월	갤러리아 타임월드 개점
2000년 1월	최대주주가 (주)한화갤러리아로 변경
2007년 1월	(주)한화타임월드로 상호 변경
2013년 12월	동백점 매각
2014년 4월	제주공항 출국장 면세점 영업 개시
2014년 6월	(주)한화갤러리아타임월드로 상호 변경
2015년 7월	서울 시내면세점 낙찰
2015년 12월	서울 시내면세점 오픈

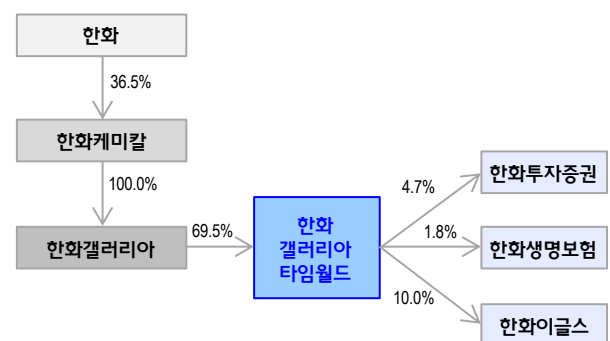
자료: 회사 자료, 신한금융투자

한화갤러리아타임월드 지분율 (2015년 3분기 말 기준)



자료: 회사 자료, 신한금융투자

한화갤러리아타임월드 지분구조 (2015년 3분기 말 기준)



자료: 회사 자료, 신한금융투자

III. 투자포인트

1) 대전 백화점: 점유율 상승세 지속 (15년 47.0% → 17년 48.7%)

2년간 점유율 상승 기대
(15년 47.0% → 17년 48.7%)

대전 내 점유율 1위 백화점이다. 2015년 점유율은 47.0%로 2014년 46.6% 대비 0.4%p 상승 하겠다. 2년간 리뉴얼 완료에 따른 점유율 상승(2015년 47.0% → 2016년 48.2% → 2017년 48.7%)이 기대된다. 경쟁사인 롯데백화점 대전점의 점유율은 26% 수준으로 정체되겠다. 세이 백화점의 점유율은 2015년 26.1%에서 2017년 24.3%로 감소가 예상된다.

명품 브랜드 위주의 1차 리뉴얼
이후 점유율 상승
(07년 36.0% → 12년 47.0%)

2008년부터 3차에 걸쳐 백화점 리뉴얼을 진행했다. 1차 리뉴얼은 지하 2층~지상 4층, 2차 리뉴얼은 지상 4층~8층에서 진행되었다. 영업면적 증가가 없는 내부 인테리어 공사였다. 2015년 초 시작된 3차 리뉴얼은 지상 9층~12층과 옥상에서 약 9개월간 진행되었다. 기존 식당가가 있던 9층을 가정용품(인테리어) 층으로 개편하고 식당가를 12층으로 확장 이전했다.

1차 리뉴얼의 핵심은 명품 브랜드 오픈이었다. 2008년 대전 최초로 구찌(Gucci), 루이비통(Louis Vuitton), 페라가모(Ferragamo), 코치(Coach) 등 주요 명품 브랜드를 오픈했다. 고급화 전략으로 경쟁사의 VIP가 유입되면서 관리매출이 2007년부터 2012년까지 5년간 연평균 7.6% 성장했다. 동기간 점유율은 36.0%에서 47.0%까지 높아졌다.

식품관, 가정용품 위주의 3차
리뉴얼 이후 점유율 상승 현상

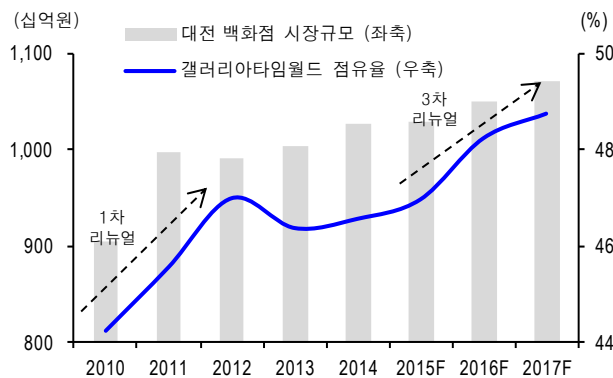
점유율 상승 현상은 이번 리뉴얼 이후에도 나타나겠다. 3차 리뉴얼의 핵심은 식품관과 가정용품(인테리어)이다. 백화점 내 식품과 가정용품 매출 비중은 지난 3년간 각각 1.9%p, 2.2%p 증가했다. 고객의 수요에 맞춰 11층 식당가 '고메이 월드', 12층 한식뷔페를 오픈하면서 집객효과를 극대화했다. 또한 가전, 가구, 인테리어 소품 등이 위치해 있는 9층의 영업면적을 120평(기존면적의 3.5%) 늘렸다. 리뉴얼 완료로 인한 집객효과와 영업면적 증가로 2016년 관리매출액은 4.7% YoY 증가한 5,064억원, 점유율은 48.2%(+1.2%p YoY)가 기대된다.

1) CAPEX(Capital expenditures):
미래의 이윤을 창출하기 위해 지출된 비용

대전 갤러리아 타임월드 리뉴얼 정리				
	연도	CAPEX ¹⁾ (억원)	리뉴얼 층	비고
1차 리뉴얼	2008년	230	지하 2층 ~ 지상 4층	
2차 리뉴얼	2013년	90	지상 4층 ~ 지상 8층	
3차 리뉴얼	2015년	230	지상 9층 ~ 지상 12층 (옥상 포함)	영업 면적 증가 600평 (9층 120평, 옥상 480평)

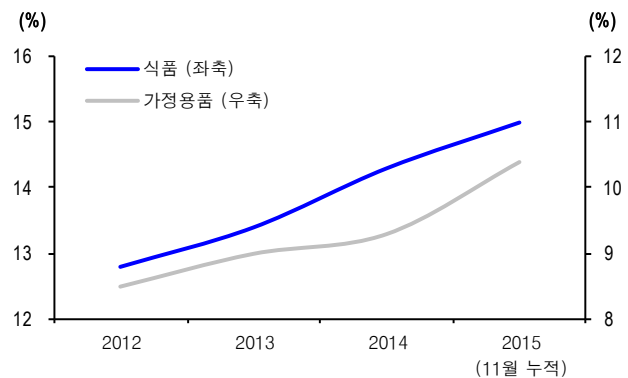
자료: 신한금융투자

대전 갤러리아 타임월드 점유율 추이 및 전망



자료: 통계청, 회사 자료, 신한금융투자 추정

백화점 식품 & 가정용품 매출 비중 추이



자료: 산업통상자원부, 신한금융투자

3Q15 관리매출액 1.7% YoY 성장
c.f) 대전백화점 시장 +0.3% YoY

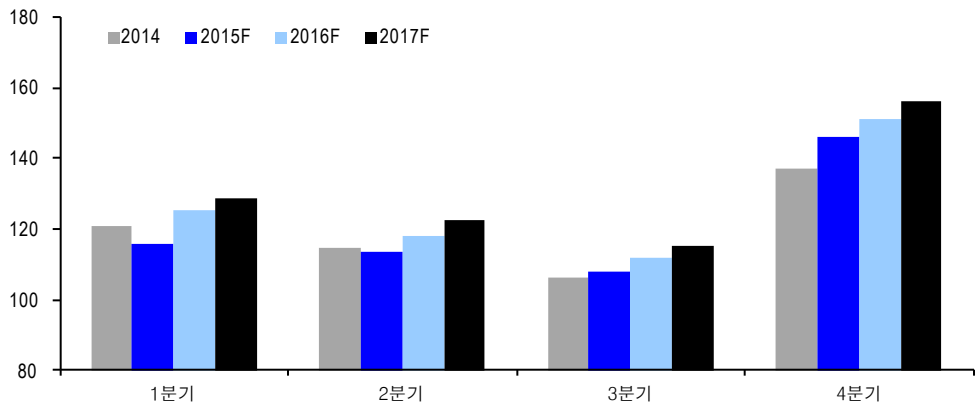
2016년 관리매출액 4.7% YoY
성장 전망

실제로 리뉴얼 효과는 3Q15부터 나타났다. 3분기 관리매출액은 1,079억원으로 전년대비 1.7% 성장했다. 동기간 대전 백화점 시장 규모는 0.3% 성장에 그쳤으며 전국 백화점 기존점 성장률은 -1.0%를 기록했다. 10월과 11월 관리매출액은 각각 14.3%, 9.6% 성장한 것으로 추산된다. 4분기 관리매출액은 1,459억원(+6.6% YoY)로 전망된다.

양호한 실적은 2017년까지 이어지겠다. 2016년과 2017년 관리매출액은 연간 각각 4.7%, 3.2% 성장이 예상된다. 2년간 대전 백화점 성장률을 2%대로 가정하면 점유율은 2017년 48.7%까지 높아질 전망이다.

대전 갤러리아 타임월드 분기별 관리매출액 추이 및 전망

(십억원)



자료: 회사 자료, 신한금융투자 추정

대전 갤러리아 타임월드 실적 추이 및 전망

(십억원, %)	1Q15	2Q15	3Q15	4Q15F	1Q16F	2Q16F	3Q16F	4Q16F	1Q17F	2Q17F	3Q17F	4Q17F	2014	2015F	2016F	2017F
<주요기징>																
대전 백화점 시장규모	256.9	240.6	225.9	306.0	260.8	245.9	230.4	312.8	266.5	251.1	235.5	319.0	1,027.6	1,029.5	1,049.9	1,072.1
- 증감률	0.0	(1.5)	0.3	1.6	1.5	2.2	2.0	2.2	2.2	2.1	2.2	2.0	2.2	0.2	2.0	2.1
관리매출액	116.0	113.7	107.9	145.9	125.1	118.3	111.7	151.4	128.7	122.3	115.1	156.4	478.4	483.4	506.4	522.6
총매출액	88.3	86.1	80.9	111.2	94.7	88.9	83.1	116.0	97.9	92.3	86.0	119.9	365.2	366.5	382.7	396.1
순매출액	30.8	30.1	29.3	36.9	33.2	31.1	30.1	38.6	34.3	32.3	31.2	39.8	126.7	127.2	133.0	137.5
영업이익	7.0	6.0	6.1	11.5	8.0	6.7	6.4	12.3	8.4	7.1	6.8	12.8	33.2	30.7	33.4	35.1
<YoY 증감률>																
관리매출액	(3.9)	(0.9)	1.7	6.6	7.9	4.0	3.5	3.8	2.9	3.4	3.1	3.3	2.7	1.1	4.7	3.2
총매출액	(4.6)	(1.4)	1.4	5.3	7.3	3.3	2.7	4.3	3.4	3.9	3.5	3.3	2.4	0.4	4.4	3.5
순매출액	(4.8)	(1.3)	1.7	5.5	7.7	3.4	2.8	4.5	3.2	3.8	3.5	3.2	1.4	0.4	4.6	3.4
영업이익	(18.5)	(13.8)	0.2	0.2	13.0	11.8	5.2	6.3	5.4	5.8	6.1	4.1	(7.2)	(7.6)	8.7	5.2
<마진율>																
영업이익률	8.0	7.0	7.5	10.4	8.4	7.6	7.7	10.6	8.6	7.7	7.9	10.7	9.1	8.4	8.7	8.9

자료: 회사 자료, 신한금융투자 추정

주: 영업이익률은 총매출액 대비

대전 갤러리아 타임월드 층별 입점업체

본관		주차빌딩	
12층	패밀리파크 휘트니트센터 한식뷔페 헤어스파 카페	2층	자라 갭
11층	고메이월드(식당가) 카드센터	1층	자라 갭
10층	문화센터 어린이극장 갤러리 유아동 키즈카페	지하 1층	타임문고 북카페 음반
9층	가전 가구 침구 인테리어소품 주방식기		
8층	아웃도어 스포츠		
7층	유니캐주얼 진캐주얼 골프웨어		
6층	남성캐주얼 남성정장 남성트래디셔널 잡화		
5층	여성의류 유아동 란제리 모피 유아휴게실		
4층	영캐주얼 언더웨어 영잡화		
3층	수입브릿지 캐릭터캐주얼 커리어캐주얼 트래디셔널 모피		
2층	명품숙녀 명품신사 명품잡화		
1층	명품 화장품 커피숍		
지하 1층	제화 핸드백 주얼리 여행사 가전		
지하 2층	식품 주방용품 와인샵 푸드코트 플라워샵		

자료: 회사 자료, 신한금융투자

대전 갤러리아 타임월드 내 고메이월드(식당가)



자료: 언론 자료, 신한금융투자

대전 갤러리아 타임월드 내 명품 매장



자료: 언론 자료, 신한금융투자

2) 제주 공항면세점: 메르스 영향은 이제 끝, 남은 건 기저효과뿐

2015년 메르스로 인한
영업 부진(86억 영업적자)은
2016년의 기저효과로 작용

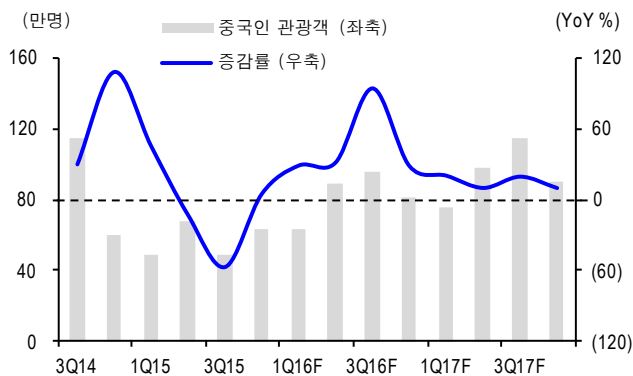
2015년 83억원의 영업적자가 전망된다. 지난 5월 발발한 메르스로 인해 3분기 중국인 관광객 수가 57.1% YoY 감소하면서 정상적인 영업이 불가능했다. 2016년에는 26억원의 영업이익을 기록하며 흑자전환하겠다. 총매출액은 기저효과로 전년대비 25.8% 증가한 774억원을 기록할 전망이다.

제주 면세점 총매출액과 중국인 관광객 수의 상관관계는 0.81로 높다. 5월말 메르스 발병 이후 6월부터 8월까지 3개월간 중국인 관광객 수는 각각 46.0%, 83.0%, 57.4% 감소했다. 중국인 관광객 수가 급감하는 상황에서 부진한 실적은 불가피했다. 2015년 2분기와 3분기 각각 21억원, 48억원의 영업적자를 기록했다.

최근 중국인 관광객 수 감소폭은 줄어들고 있는 모습이다. 9월과 10월 중국인 관광객 수는 23.3만명(-23.9% YoY), 26.9만명(-5.1% YoY)을 기록했다. 이 추세가 계속 된다면 4Q15 63.4만명(+5.2% YoY)의 중국인 관광객이 예상된다. 4Q14의 역기저효과 (60.3만명, +108.6% YoY)를 감안하면 양호한 수준이다.

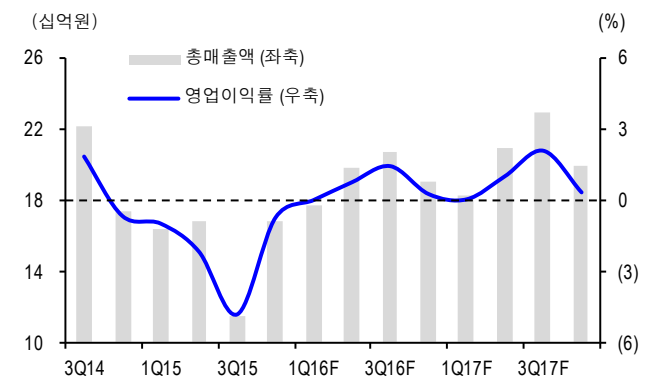
2016년에는 기저효과가 기대된다. 중국인 관광객 수는 전년대비 43.9% YoY 증가한 329.1만 명으로 전망된다. 성수기인 3분기에 94.7% YoY 증가하며 연간 관광객 수 증가를 견인할 전망이다. 제주 면세점 총매출액은 774억원(+25.8% YoY), 영업이익은 26억원이 기대된다.

중국인 제주 관광객 추이 및 전망



자료: 제주특별자치도관광협회, 신한금융투자 추정

제주 갤러리아 면세점 실적 추이 및 전망



자료: 회사 자료, 신한금융투자 추정

제주 갤러리아 면세점 실적 추이 및 전망

(천, 십억원, %)	1Q15	2Q15	3Q15	4Q15F	1Q16F	2Q16F	3Q16F	4Q16F	1Q17F	2Q17F	3Q17F	4Q17F	2014	2015F	2016F	2017F
<주요기정>																
중국인 관광객 수	487	674	491	635	630	889	957	816	755	978	1,148	898	2,859	2,288	3,291	3,779
- 증감률	45.6	(13.0)	(57.1)	5.2	29.1	31.8	94.7	28.6	20.5	10.1	19.7	10.0	57.8	(20.0)	43.9	14.8
총매출액	16.3	16.9	11.5	16.8	17.8	19.9	20.7	19.0	18.3	21.0	23.0	20.0	48.5	61.5	77.4	82.2
순매출액	11.1	11.4	7.9	11.5	12.3	13.3	14.2	13.1	12.6	14.1	15.8	13.8	33.6	41.9	53.0	56.2
영업이익	(1.0)	(2.1)	(4.8)	(0.7)	0.0	0.8	1.5	0.3	0.1	1.0	2.1	0.4	0.1	(8.6)	2.6	3.6
<YoY 증감률>																
총매출액		87.5	(48.1)	(3.2)	8.7	17.9	80.4	12.9	2.9	5.4	11.1	5.2		26.8	25.8	6.3
순매출액		91.8	(49.1)	(5.6)	10.2	17.1	81.4	13.8	2.5	5.6	10.9	4.9		24.8	26.4	6.1
영업이익		적지	적전	적지	흑전	흑전	흑전	흑전	44.2	32.3	45.1	23.6		적전	흑전	38.8
<마진율>																
영업이익률	(5.8)	(12.6)	(41.6)	(4.2)	0.2	3.9	7.1	1.5	0.3	5.0	9.2	1.8	0.3	(13.9)	3.3	4.3

자료: 회사 자료, 신한금융투자 추정

주: 영업이익률은 총매출액 대비

63빌딩 내 영업면적 3,052평의
시내면세점 운영 중

평당 매출 1.1억원,
2016년 총매출 3,182억원 전망

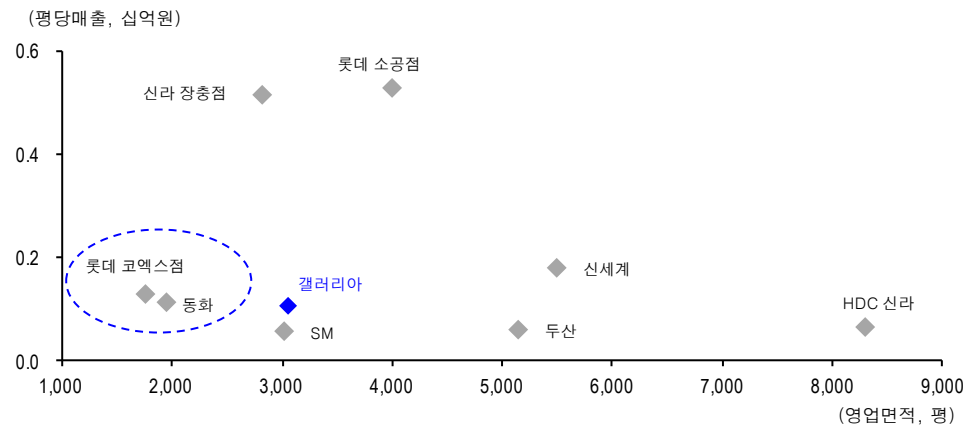
3) 서울 시내면세점: 중장기 성장 동력, 2018년까지 연평균 16.0% 성장 전망

7월 14일 서울 시내면세점 사업권을 낙찰받았다. 여의도 63빌딩 5개층(지하 1층~지상 4층)을 면세점으로 개편하여 향후 5년간 운영하게 된다. 영업면적은 3,052평(10,072m²)이다. 사업권이 유효한 5년간 시내면세점은 새로운 성장 동력이 될 전망이다.

지난 12월 28일 전체 면적의 60%인 1,800평을 1차로 오픈했다. 6월 그랜드 오픈을 목표로 하고 있다. 현재 360여개의 브랜드가 1차 오픈되어 영업 중이며 그랜드 오픈 시 브랜드 수는 450개를 상회할 전망이다. 입점 예정인 브랜드 업체와 협의가 끝나는 대로 6월까지 순차적으로 오픈할 예정이다.

2016년 총매출액 3,182억원이 예상된다. 영업면적 3,052평에 평당 매출 1.1억원을 적용해 산출했다. 평당 매출은 롯데 소공점, 신라 장충점을 제외한 기존 시내면세점 사업자들의 평당 매출(롯데 코엑스점 1.3억원, 동화면세점 1.1억원) 평균에 10%를 할인했다. 시내면세점의 신규 진입 사업자임을 감안했다. 6월 그랜드 오픈까지 순차적으로 영업면적이 늘어남을 고려해 1분기와 2분기 평당매출을 각각 20%, 10% 추가 할인했다.

서울 시내면세점 사업자의 영업면적 & 평당 매출 추정 (2016년 기준)



자료: 각 사 자료, 신한금융투자 추정

서울 갤러리아 면세점 층별 입점업체

층	면적 (m ²)	입점업체
지상 4층 (옥상)	-	복합 미디어 카페 'RUE 류' - 한강을 바라볼 수 있는 휴식·문화 공간
지상 3층	1,980	중소·중견 브랜드 특별관
지상 2층	1,970	국산 화장품과 패션·잡화, 담배·주류
지상 1층	726	시계 & 주얼리 전문 매장
지하 1층	5,396	럭셔리 뷰티크 & 화장품

자료: 회사 자료, 신한금융투자

2016년 영업이익 108억원 (영업이익률 3.4%) 전망

2016년 영업이익 108억원, 영업이익률 3.4%를 예상한다. 감가상각비 120억원, 임차료 50억원, 인건비 320억원 등 고정비가 전체 판관비의 50%를 상회할 전망이다. 여행사나 가이드에게 지급하는 알선수수료도 부담이다. 통상 여행사 고객 매출의 20% 정도를 수수료로 지불한다. 알선수수료는 전체 판관비 내 26.5%의 비중을 차지할 전망이다.

면세점 수수료율은 0.05%를 반영했다. 지난 11월부터 정부는 면세점 특허수수료 인상(기존 0.05% → 0.5%~1.0%)에 대한 논의를 진행 중이다. 0.5%로 인상될 경우 2016년 특허수수료는 16억원이 되겠다. 그러나 아직 확정된 인상안은 없다. 향후 확정될 시 그에 따른 인상분을 반영할 예정이다.

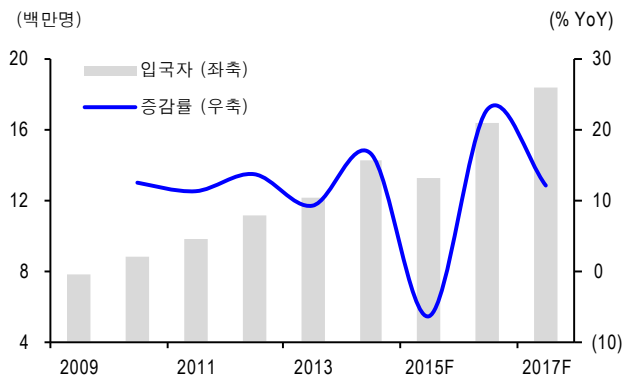
경쟁 심화에 따른 마케팅비 지출, 초기 인테리어 투자비용에 대한 감가상각비 등을 고려하였을 때 향후에도 큰 폭의 영업이익률 개선은 기대하기 힘들다. 그러나 사업 첫해년도임을 감안하면 점진적인 성장 가능성은 충분히 보인다.

2017년 총매출액 3,852억원 (+21.0% YoY), 영업이익 147억원 (+35.5% YoY) 전망

2017년 총매출액은 3,852억원(+21.0% YoY)을 전망한다. 2017년 입국자는 12.7% YoY 증가한 1,834만명, 중국인 입국자는 20.0% YoY 증가한 1,002만명이 예상된다. 우호적인 대외환경과 순차적 오픈에 따른 2016년 기저효과를 감안하면 21.0%의 성장은 무리 없다고 판단된다.

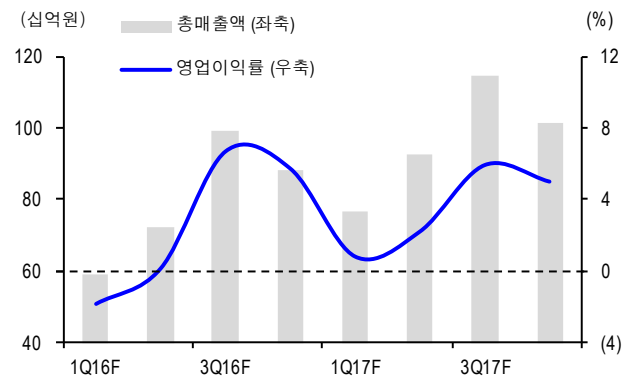
2017년 영업이익은 147억원(+35.5% YoY)이 전망된다. 고정비(인건비, 임차료, 감가상각비 등)의 비중이 높은 산업의 특성상 총매출액 성장률보다 높은 영업이익 성장률을 기록하겠다. 영업이익률은 3.8%로 전년대비 0.4%p 성장이 기대된다.

연간 입국자 추이 및 전망



자료: 한국관광공사, 신한금융투자 추정

서울 갤러리아 면세점 실적 추이 및 전망



자료: 신한금융투자 추정

주: 영업이익률은 총매출액 대비

서울 갤러리아 면세점 실적 추이 및 전망

(명, 십억원, %)	1Q16F	2Q16F	3Q16F	4Q16F	1Q17F	2Q17F	3Q17F	4Q17F	2016F	2017F
총매출액	58.9	72.2	99.0	88.1	76.6	92.4	114.6	101.6	318.2	385.2
순매출액	40.7	48.3	68.2	60.8	52.7	62.0	78.8	69.9	218.0	263.3
영업이익	(1.1)	0.1	6.7	5.1	0.6	2.1	6.8	5.1	10.8	14.7
<YoY 증감률>										
총매출액					29.9	28.1	15.7	15.3		21.0
순매출액					29.4	28.3	15.6	15.0		20.8
영업이익					흑전	1,373.8	2.5	0.7		35.5
<마진율>										
영업이익률	(1.8)	0.2	6.7	5.8	0.8	2.2	6.0	5.0	3.4	3.8

자료: 회사 자료, 신한금융투자 추정

주: 영업이익률은 총매출액 대비

IV. 산업 분석

1) 대전 백화점: 상대적으로 높은 성장성

2015년 대전 백화점 시장 규모
1조 295억원(+0.2% YoY) 전망

세종시 인구 증가(향후 5년간
연평균 8.0%)로 인해 상대적으로
높은 성장 예상

2016년 대전 백화점 시장
규모는 2.0% YoY 성장 전망

2014년 대전 백화점 시장 규모는 2.2% YoY 성장한 1조 276억원을 기록했다. 2014년 국내 백화점 시장은 1.6% 역성장했다. 대전의 백화점 시장이 상대적으로 높은 성장률을 보이는 이유는 세종특별자치시(이하 세종시)로부터의 인구 유입 때문이다.

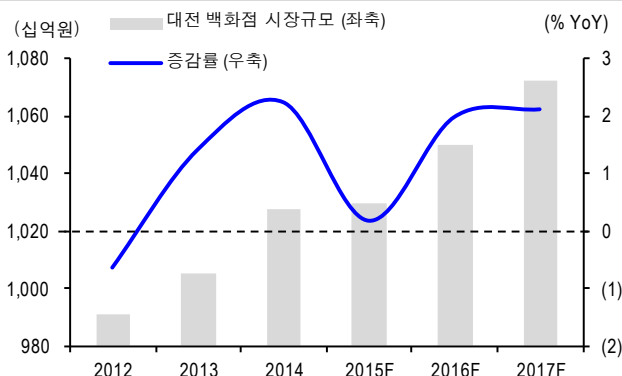
세종시는 2012년 7월 출범하였다. 출범 당시 인구는 8만 3천여명에 불과했지만 현재 인구는 1.9배 증가한 15만 6천명이다. 아파트 입주는 2013년부터 본격적으로 시작되었다. 대전의 백화점 시장이 국내 백화점 시장 대비 높은 성장을 보이기 시작한 것도 이때부터다.

서울과 대전의 소매판매액 지수를 비교해보면 2013년 이후로 격차가 벌어지는 것을 확인할 수 있다. 2015년 3분기 대전 소매판매액 지수는 108.8로 서울 소매판매액 지수보다 3.8pt 높았다.

통계청의 장래추계인구 자료에 따르면 세종시 인구는 향후 5년간 연평균 8.0% 성장이 전망된다. 동기간 전국 인구 수는 0.3% 증가, 서울시의 인구 수는 0.2% 감소가 예상된다. 세종시의 인구 증가는 대전 백화점 시장이 다른 지역에 비해 높은 성장을 보일 수 있는 이유이다.

2015년 대전 백화점 시장 규모는 메르스의 영향으로 0.2% YoY 성장에 그칠 전망이다. 그러나 2016년 2.0% YoY 성장이 기대된다. 전년 기저효과, 세종시로부터의 인구 유입, 물가상승 덕분이다.

대전 백화점 시장 규모 & 증감률 추이 및 전망



자료: 통계청, 신한금융투자 추정

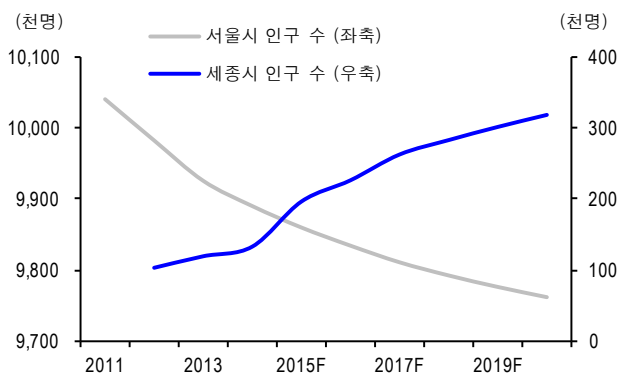
대전광역시와 근처 도시의 인구 수



자료: 회사 자료, 신한금융투자

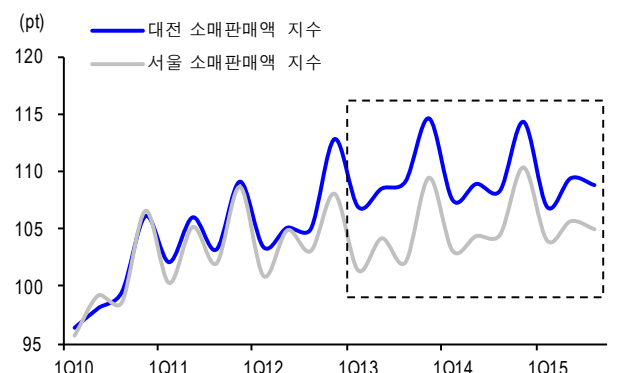
주: 괄호 안의 숫자는 2014년말 기준 인구 수 (단위: 천명)

서울시와 세종시의 인구 수 추이 및 전망



자료: 통계청, 신한금융투자

대전과 서울의 소매판매액 지수 비교



자료: 통계청, 신한금융투자

제주 공항면세점 총매출액과 중국인 관광객 수의 상관계수는 0.81

2) 제주 공항면세점: 중국인 관광객 수 증가가 key

제주 공항면세점을 운영하고 있다. 이전 사업자인 (주)호텔롯데제주공항점이 10년간 운영해 왔으나 2014년 공개경쟁입찰에서 새로운 면세점 운영자로 선정됐다.

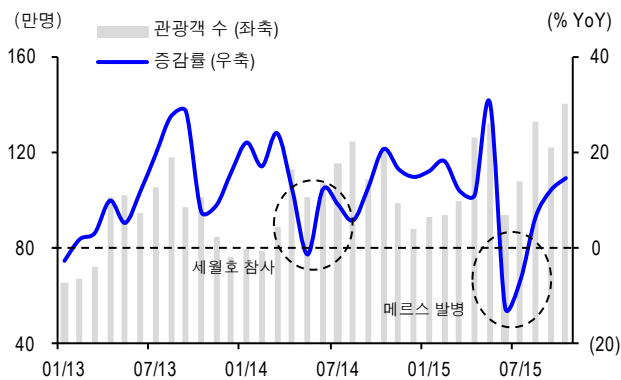
출국장 면세점은 관광객 수가 시내면세점이나 지정면세점보다 더 직접적인 영향을 미친다. 2014년 제주 관광객 수는 1,227만명을 기록했다. 5월 세월호 참사에도 불구하고 연간 13.1%의 높은 증가율을 보였다. 올해도 메르스로 인해 6월부터 관광객 수가 급감했으나 10월까지의 누적 관광객 수는 9.0% YoY 증가했다.

제주 공항면세점의 경우 외국인 중에서도 중국인 관광객 수에 영향을 많이 받는다. 중국인 관광객 수와 제주 공항면세점 총매출액의 상관계수는 0.81로 높다. 메르스의 영향을 받은 3Q15을 제외하면 0.89로 더 높아진다. 2015년(10월 누적) 기준 제주를 방문하는 관광객 중 외국인의 비중은 19.5%에 불과하지만, 면세점 매출의 80% 이상은 외국인으로부터 나온다.

2016년 중국인 관광객 수는 329.1만명 전망 (+43.9% YoY)

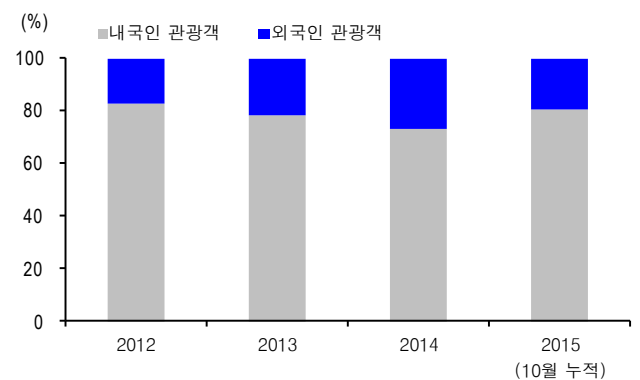
향후에도 제주 공항면세점 실적은 중국인 관광객 수와 연동되어 움직일 전망이다. 2015년 4분기 중국인 관광객 수는 5.2% YoY 증가한 63.4만명이 전망된다. 2016년 중국인 관광객 수는 전년 기저효과(2015년 중국인 관광객 수 -19.1% YoY)로 인해 43.9% 증가한 329.1만명이 기대된다.

월별 제주 관광객 수 추이



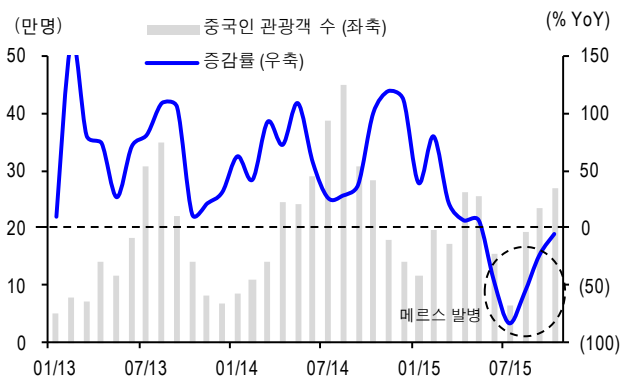
자료: 제주특별자치도관광협회, 신한금융투자

제주 관광객 내 내국인 & 외국인 비중



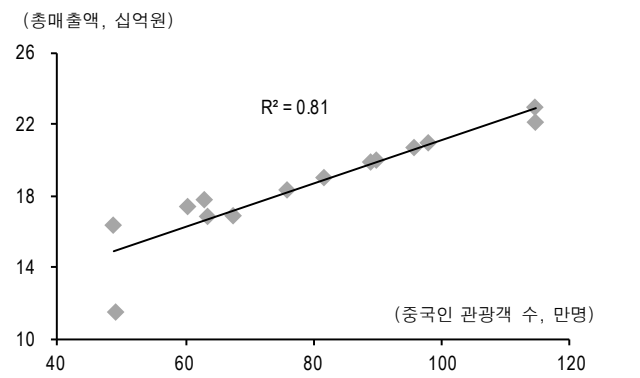
자료: 제주특별자치도관광협회, 신한금융투자

월별 제주 중국인 관광객 수 추이



자료: 제주특별자치도관광협회, 신한금융투자

중국인 관광객 수와 제주 공항면세점 총매출액



자료: 제주특별자치도관광협회, 신한금융투자 추정

2015년 서울 시내면세점 시장
규모는 4조 4,805억원 (+3.0% YoY)
전망

3) 서울 시내면세점: 경쟁 심화를 상쇄시킬 입국자 수 증가 필요

2014년 서울 시내면세점은 6개로 총 4조 3,509억원의 매출을 기록했다. 1조원 넘는 면세점은 호텔롯데의 소공점(1조 9,763억원), 호텔신라의 장충점(1조 1,521억원) 두 군데 뿐이었다. 전체 시내면세점 매출 중 호텔롯데 3개점이 차지하는 비중이 60.5%를 기록하며 독과점 논란을 일으켰다.

2015년 서울 시내면세점 시장은 4조 4,805억원(+3.0% YoY)의 매출이 예상된다. 메르스 발병으로 전체 입국자수가 7.2% YoY 감소, 중국인 입국자 수가 3.6% YoY 감소할 전망이다. 비우호적인 외부환경에 모든 서울 시내면세점의 한자리수 매출 성장이 예상된다.

2014년 6개에 불과했던 서울 시내면세점은 2016년 9개로 늘어났다. 2015년에만 5개의 신규 사업장이 면세점 사업권을 얻었다. 경쟁 심화는 모든 사업자에 악재다. 경쟁 심화를 상쇄시킬만한 관광객 수 증가가 절실하다.

2016년 서울 시내면세점 현황



자료: 언론 자료, 신한금융투자

서울 시내면세점 매출액 추이 및 전망

(십억원, YoY %)		2014	2015F	2016F	2017F
호텔롯데	- 소공점	1,976.3	2,057.3	2,119.0	2,013.1
	- 월드점	482.0	501.3	137.7	-
	- 코엑스점	173.2	175.1	227.6	330.1
호텔신라	- 장충점	1,152.1	1,198.9	1,456.7	1,660.6
	- HDC신라			540.0	739.8
신세계	- 명동점			642.4	1,292.5
두산	- 동대문			310.5	459.5
한화갤러리아타임월드	- 63빌딩			318.2	385.2
하나투어(SM)	- 인사동			172.3	207.1
동화면세점	- 광화문	292.6	294.9	221.2	212.3
SK네트웍스	- 워커힐	274.7	253.0	40.0	-
서울 시내면세점 합계		4,350.9	4,480.5	6,200.2	7,300.2
- 증감률			3.0	38.4	17.7

자료: 각 사, 신한금융투자 추정

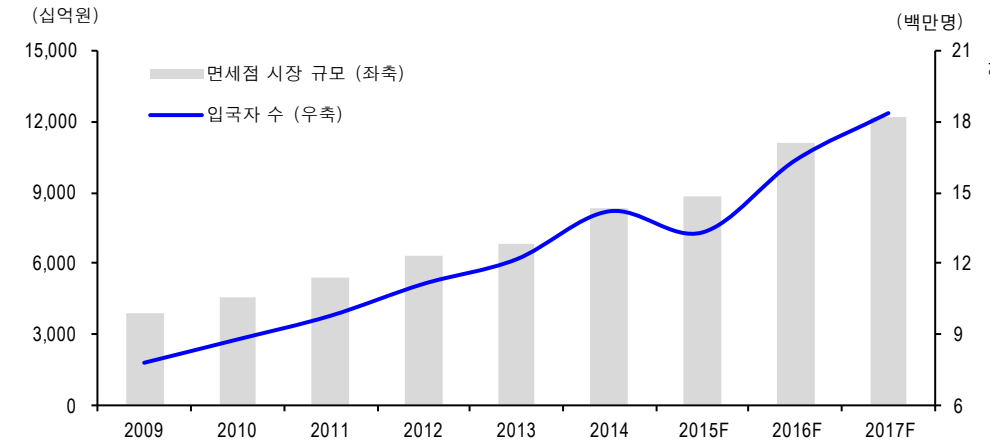
주: 음영은 2016년 특허 무료 예정 면세점

2016년 입국자수는 23.5% YoY
증가 전망 (중국인 입국자수:
41.4% YoY)

한국 면세점 시장은 관광객 수와 함께 성장해 왔다. 연간 면세점 시장 규모와 입국자 수의 상관관계는 0.98로 높다. 2015년 메르스로 인해 입국자 수가 감소했으나 장기적인 우상향 추세는 변하지 않았다.

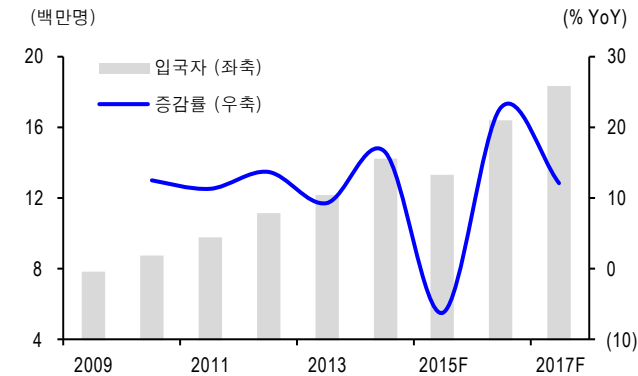
2016년 전체 입국자수는 23.5% YoY, 중국인 입국자수는 41.4% YoY 증가가 전망된다. 전년도 기저효과가 반영된 증가율이다. 서울 시내면세점의 합산 매출액은 38.4% YoY 증가한 6조 2,002억원이 전망된다.

면세점 시장 규모 & 입국자 수 추이 및 전망



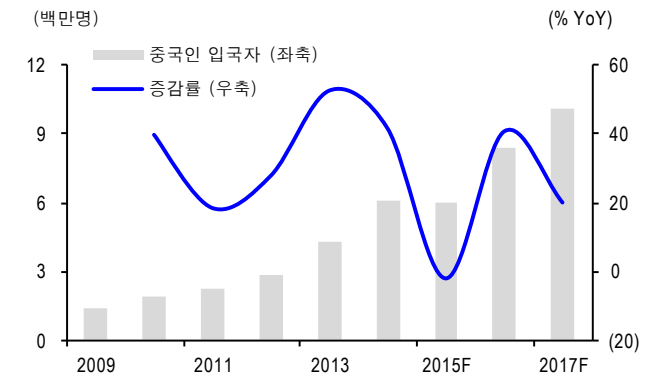
자료: 한국관광공사, 신한금융투자 추정

입국자 수 추이 및 전망



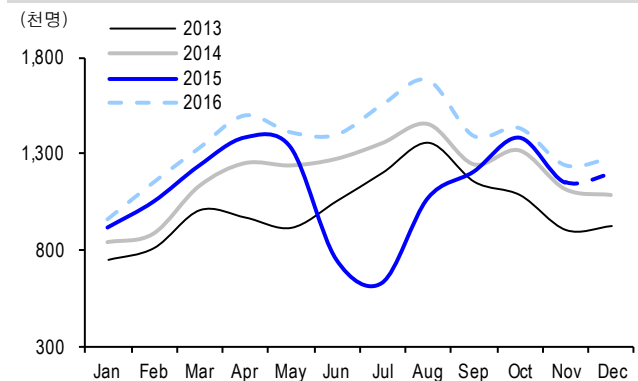
자료: 한국관광공사, 신한금융투자 추정

중국인 입국자 수 추이 및 전망



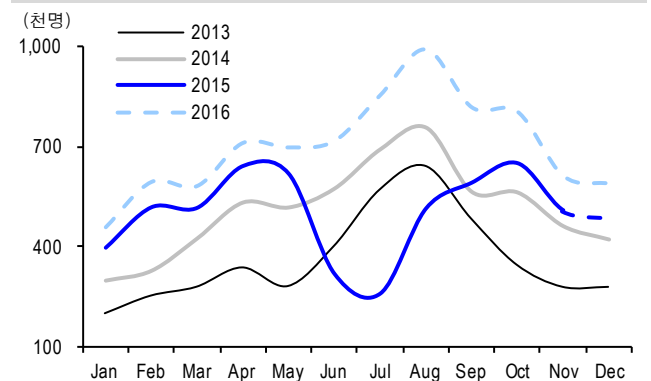
자료: 한국관광공사, 신한금융투자 추정

입국자 수 추이 및 전망



자료: 한국관광공사, 신한금융투자 추정

중국인 입국자 수 추이 및 전망



자료: 한국관광공사, 신한금융투자 추정

정부의 과잉 규제는 리스크 요인.
면세점 특허 수수료율 인상
여부는 하반기에 결정될 전망

정부의 과잉 규제는 리스크 요인이다. 2013년부터 10년 자동갱신에서 5년 경쟁입찰로 면세점 제도가 바뀌었다. 대기업의 독과점 논란 때문이었다. 2012년 호텔롯데의 면세점 점유율은 51.1%, 호텔신라는 30.3%였다.

지난 9월 '면세점 독점 방지법'이 발의되었다. 시장 점유율 50% 이상 사업자에게 특허 제한, 최고가 특허수수료 제시자에게 특허 부여 등이 주된 내용이었다. 한 달 뒤에는 면세점 특허수수료율을 기존 0.05%에서 5%까지 인상하는 법안이 발의되었다. 통과된 발의안은 아직 없다. 정부는 면세점 제도를 재검토해 오는 7월 보완책을 발표하겠다고 밝혔다.

특허수수료율이 5%로 인상된다면 영업적자가 불가피하다. 2016년 시내면세점 총매출액 3,182억원, 특허수수료율 5%를 가정했을 때 면세점 특허수수료는 159억원이며 49억원의 영업적자가 예상된다.

면세점 규제 정리

일시	내용	상황
2013년	면세점 특허 기간 기존 10년에서 5년으로 축소 사업 갱신 방법이 자동 갱신에서 경쟁입찰로 변경	시행 중
2015년 9월	시장 점유율 50% 이상 사업자 특허 제한	관세법 개정안 발의
2015년 9월	최고가 특허수수료 제시자에게 특허 부여	관세법 개정안 발의
2015년 10월	특허수수료를 매출액의 0.05%에서 5%로 인상	관세법 개정안 발의
2015년 11월	면세점 특허 기간 기존 5년에서 10년으로 원상복귀	관세법 개정안 추진

자료: 언론 자료, 신한금융투자

한화갤러리아타임월드 면세점 수수료율 인상시 영향 분석

(십억원)	현재 0.05%	0.5%로 인상 시	5%로 인상 시
2016년 시내면세점 총매출액	318.2	318.2	318.2
판매관리비	98.8	100.2	114.5
- 특허수수료	0.2	1.6	15.9
영업이익	10.8	9.4	(4.9)
영업이익률 (%)	3.4	3.0	(1.5)
2017년 시내면세점 총매출액	385.2	385.2	385.2
판매관리비	36.3	38.0	55.4
- 특허수수료	0.2	1.9	19.3
영업이익	14.7	12.9	(4.4)
영업이익률 (%)	3.8	3.4	(1.1)

자료: 신한금융투자 추정

V. 영업실적 전망

2016년 총매출액은 81.8% YoY 증가한 7,783억원 전망

서울 면세점 신규 반영과 기존
사업부 턴어라운드로 2016년
총매출액 81.8% YoY 성장 전망

2016년 총매출액은 7,783억원(+81.8% YoY)을 전망한다. 대전 백화점은 리뉴얼 효과로 4.4% YoY 성장한 3,827억원의 총매출액이 기대된다. 제주 공항면세점은 774억원의 총매출액이 예상된다. 기저효과와 중국인 관광객 수 증가(+43.9% YoY)에 따라 전년 대비 25.8% 성장이 전망된다. 서울 시내면세점은 3,182억원의 총매출액이 기대된다. 순차오픈과 첫해년도 사업임을 감안하여 보수적으로 실적을 추정했다.

2017년에도 서울 시내면세점이 실적 성장을 주도할 전망이다. 서울 시내면세점의 총매출액은 21.0% YoY 증가한 3,852억원이 기대된다. 대전 백화점과 제주 공항면세점의 총매출액은 각각 3.5%, 6.3% 성장이 전망된다. 전사 총매출액은 8,635억원(+11.0% YoY)을 예상한다.

한화갤러리아타임월드 분기별 영업실적 추이 및 전망

	1Q15	2Q15	3Q15	4Q15F	1Q16F	2Q16F	3Q16F	4Q16F	1Q17F	2Q17F	3Q17F	4Q17F	2014	2015F	2016F	2017F
총매출액	104.6	102.9	92.4	128.1	171.4	180.9	202.8	223.1	192.7	205.7	223.7	241.4	413.7	428.0	778.3	863.5
- 대전 백화점	88.3	86.1	80.9	111.2	94.7	88.9	83.1	116.0	97.9	92.3	86.0	119.9	365.2	366.5	382.7	396.1
- 제주 면세점	16.3	16.9	11.5	16.8	17.8	19.9	20.7	19.0	18.3	21.0	23.0	20.0	48.5	61.5	77.4	82.2
- 서울 면세점					58.9	72.2	99.0	88.1	76.6	92.4	114.6	101.6			318.2	385.2
순매출액	42.0	41.5	37.2	48.5	86.2	92.7	112.5	112.5	99.5	108.3	125.7	123.5	160.3	169.1	403.9	457.1
판매비	25.7	27.8	26.9	27.0	47.8	50.0	52.9	53.2	53.2	56.1	59.3	59.1	90.6	107.5	203.8	227.7
- 감가상각비	1.6	1.6	1.8	1.8	4.6	4.6	4.6	4.6	4.6	4.6	4.6	4.6	6.4	6.8	18.6	18.4
- 인건비	5.7	5.8	6.0	5.7	8.6	8.8	9.0	8.6	8.7	8.8	9.1	8.7	21.3	23.3	35.0	35.4
- 임차료	6.5	6.4	6.5	6.4	7.7	7.7	7.7	7.7	7.7	7.7	7.7	7.7	17.0	25.8	30.6	30.6
- 지급수수료	8.2	8.4	8.5	9.6	18.1	20.6	25.6	23.8	21.2	24.2	29.7	26.2	29.7	34.6	88.0	101.3
- 광고선전비	1.0	2.4	1.8	1.8	1.8	2.4	1.8	1.8	1.8	2.4	1.8	1.8	5.4	6.9	7.8	7.8
- 기타	2.7	3.2	2.4	1.7	7.0	6.0	4.2	6.7	9.2	8.4	6.5	10.2	10.8	10.0	23.9	34.3
영업이익	6.1	3.9	1.3	10.8	6.9	7.7	14.5	17.6	9.1	10.2	15.8	18.2	33.4	22.2	46.8	53.4
- 대전 백화점	7.0	6.0	6.1	11.5	8.0	6.7	6.4	12.3	8.4	7.1	6.8	12.8	33.2	30.7	33.4	35.1
- 제주 면세점	(1.0)	(2.1)	(4.8)	(0.7)	0.0	0.8	1.5	0.3	0.1	1.0	2.1	0.4	0.1	(8.6)	2.6	3.6
- 서울 면세점					(1.1)	0.1	6.7	5.1	0.6	2.1	6.8	5.1			10.8	14.7
당기순이익	7.2	1.9	(2.0)	7.0	5.8	4.3	9.6	12.0	7.8	6.6	11.0	13.0	24.5	14.1	31.7	38.3
총매출액증감률	13.1	6.9	(9.4)	4.1	63.8	75.8	119.6	74.2	12.4	13.7	10.3	8.2	16.0	3.5	81.8	11.0
- 대전 백화점	(4.6)	(1.4)	1.4	5.3	7.3	3.3	2.7	4.3	3.4	3.9	3.5	3.3	2.4	0.4	4.4	3.5
- 제주 면세점			(48.1)	(3.2)	8.7	17.9	80.4	12.9	2.9	5.4	11.1	5.2		26.8	25.8	6.3
- 서울 면세점									29.9	28.1	15.7	15.3				21.0
순매출액증감률	29.6	13.9	(16.0)	2.6	105.3	123.6	202.8	132.2	15.5	16.8	11.7	9.8	28.3	5.5	138.9	13.2
판매비증감률	50.6	22.3	9.1	3.6	86.3	79.6	96.1	96.9	11.2	12.3	12.2	11.2	39.9	18.7	89.7	11.7
영업이익증감률	(29.5)	(33.9)	(83.3)	(0.5)	13.8	96.5	99.1	62.7	31.1	33.7	8.4	3.5	(6.7)	(33.6)	111.1	14.0
- 대전 백화점	(18.5)	(13.8)	0.2	0.2	13.0	11.8	5.2	6.3	5.4	5.8	6.1	4.1	(7.2)	(7.6)	8.7	5.2
- 제주 면세점		적지	적전	적지	흑전	적지	흑전	흑전	44.2	32.3	45.1	23.6		적전	흑전	38.8
- 서울 면세점									흑전	1,373.8	2.5	0.7				35.5
순이익증감률	(5.4)	(55.1)	적전	6.2	(19.7)	131.2	흑전	71.7	34.3	52.7	14.6	7.8	100.3	(42.2)	124.2	20.8
영업이익률	5.8	3.8	1.4	8.5	4.0	4.2	7.2	7.9	4.7	5.0	7.0	7.6	8.1	5.2	6.0	6.2
- 대전 백화점	8.0	7.0	7.5	10.4	8.4	7.6	7.7	10.6	8.6	7.7	7.9	10.7	9.1	8.4	8.7	8.9
- 제주 면세점	(5.8)	(12.6)	(41.6)	(4.2)	0.2	3.9	7.1	1.5	0.3	5.0	9.2	1.8	0.3	(13.9)	3.3	4.3
- 서울 면세점					(1.8)	0.2	6.7	5.8	0.8	2.2	6.0	5.0			3.4	3.8
순이익률	6.9	1.8	(2.1)	5.5	3.4	2.4	4.7	5.4	4.0	3.2	4.9	5.4	5.9	3.3	4.1	4.4

자료: 회사 자료, 신한금융투자 추정

영업이익률은 2015년 5.2%에서
2017년 6.2%로 1%p 개선 전망

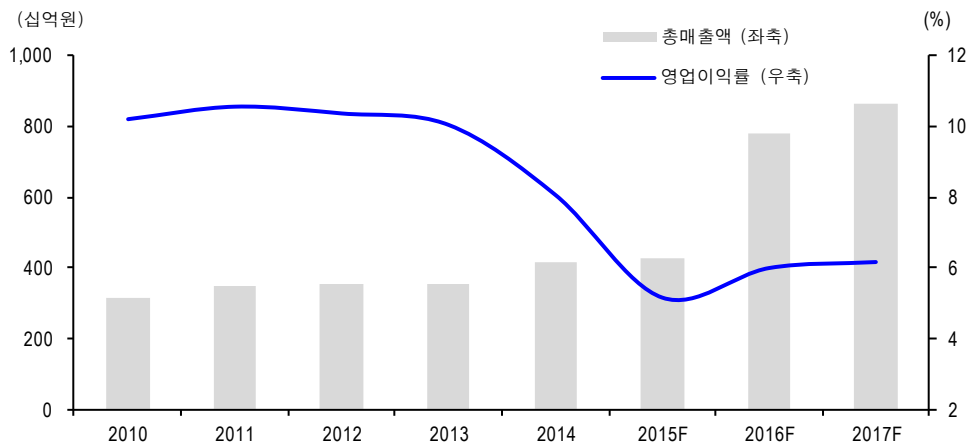
영업이익률은 2015년을 저점으로 반등

2016년 영업이익은 468억원을 전망한다. 2015년 기저효과와 서울 시내면세점 덕분에 +111.1% YoY 성장이 기대된다. 서울 시내면세점은 108억원의 영업이익(영업이익률 3.4%)이 예상된다. 대전 백화점은 영업 레버리지 효과로 8.7% YoY 성장한 334억원의 영업이익을 기록 하겠다. 제주 공항면세점은 26억원의 영업이익을 기록하며 흑자전환할 전망이다.

면세점 매출 비중이 늘어나면 영업이익률 하락은 불가피 하다. 과거 백화점 단일 점포만을 운영 했을 때의 두자릿수 영업이익률은 기대하기 힘들다. 그러나 2015년을 기점으로 영업이익률 반 등은 가능하다. 메르스로 인한 영업 부진, 시내면세점 입찰 관련 비용 증가 등이 겹치면서 2015년 5.2%의 낮은 영업이익률을 기록했기 때문이다.

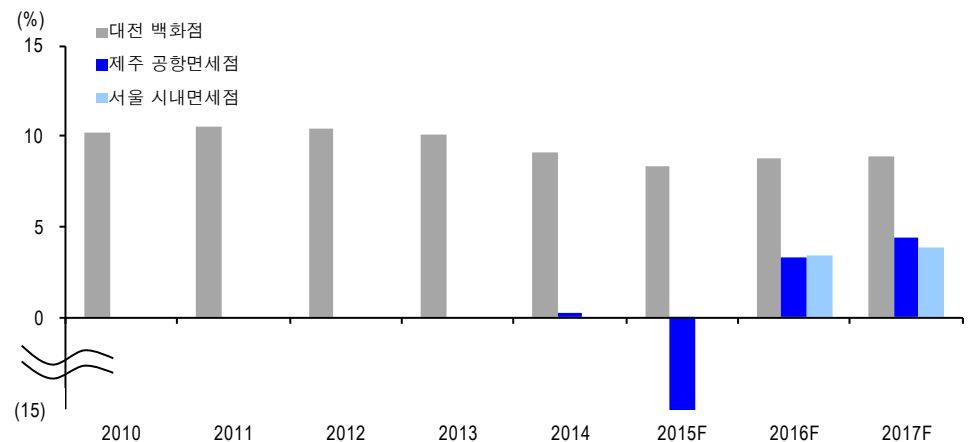
2016년 영업이익률은 6.0%가 예상된다. 제주 공항면세점의 흑자전환과 서울 시내면세점 영업 이익으로 인해 전년대비 0.8%p 성장이 기대된다. 대전 백화점, 제주 공항면세점, 서울 시내면 세점의 영업이익률은 각각 8.7%, 3.3%, 3.4%으로 전망된다. 2017년 영업이익률은 6.2%로 0.2%p YoY 성장이 예상된다.

한화갤러리아타임월드 연간 총매출액 & 영업이익률 추이 및 전망



자료: 회사 자료, 신한금융투자 추정

한화갤러리아타임월드 사업부별 영업이익률 추이 및 전망



자료: 회사 자료, 신한금융투자 추정

VI. 재무분석

2015년 창사 이래 최대 CAPEX 투자 집행

2015년 창사 이래 최대
CAPEX (946억원) 투자 집행

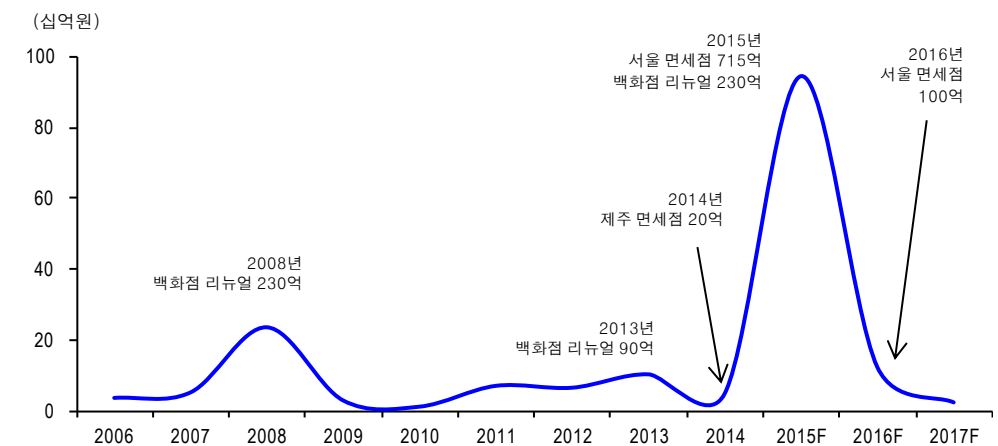
2015년 CAPEX 투자는 946억원으로 전망된다. 서울 시내 면세점 관련 투자가 700억원, 백화점 리뉴얼 관련 투자가 230억원으로 추산된다. 서울 시내 면세점 CAPEX 중 일부는 1차 오픈 이후인 2016년에 집행될 것으로 보인다.

2015년을 제외하고 가장 많은 투자가 집행되었던 해는 2008년이다. 대전 갤러리아 타임월드 지하 2층부터 지상 4층까지 6개층에 대한 리뉴얼을 진행하면서 230억원을 투자했다. 230억 중 227억원은 5년 상각 대상인 인테리어의 취득에 사용되었다. 2013년 2차 리뉴얼(지상 4층부터 지상 8층까지)에는 절반 수준의 90억원 투자가 집행되었다. 다음해인 2014년에는 제주 공항 면세점 사업권을 낙찰받아 준비기간 두달 동안 20억원을 투자했다.

향후 5년간 서울 시내면세점의
감가상각비 부담(연간 120억원)
은 계속될 전망

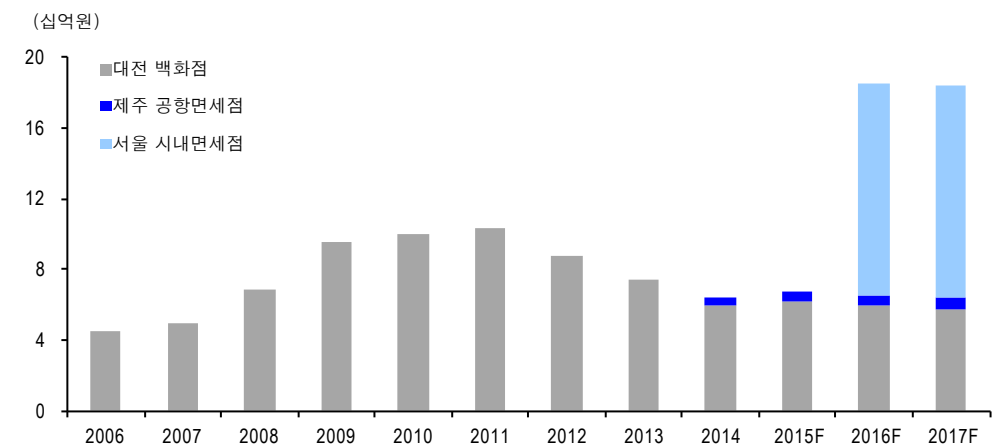
2008년 230억의 투자 집행 직후인 2009년 감가상각비는 전년대비 39.8% 증가한 96억원을 기록했다. 2015년 946억원의 투자 집행 직후인 2016년 감가상각비는 전년대비 약 3배 증가한 186억원이 전망된다. 사업부문별로는 서울 면세점이 120억원, 대전 백화점이 60억원, 제주 면세점이 6억원의 감가상각비가 예상된다. 서울 시내면세점 투자 중 대부분을 차지하는 인테리어 상각기간인 5년동안 감가상각비 부담은 계속될 전망이다.

한화갤러리아타임월드 연간 CAPEX 추이 및 전망



자료: 회사 자료, 신한금융투자 추정

한화갤러리아타임월드 연간 감가상각비 추이 및 전망



자료: 회사 자료, 신한금융투자 추정

2015년 서울 시내면세점 투자로 인해 순현금→순차입 전환

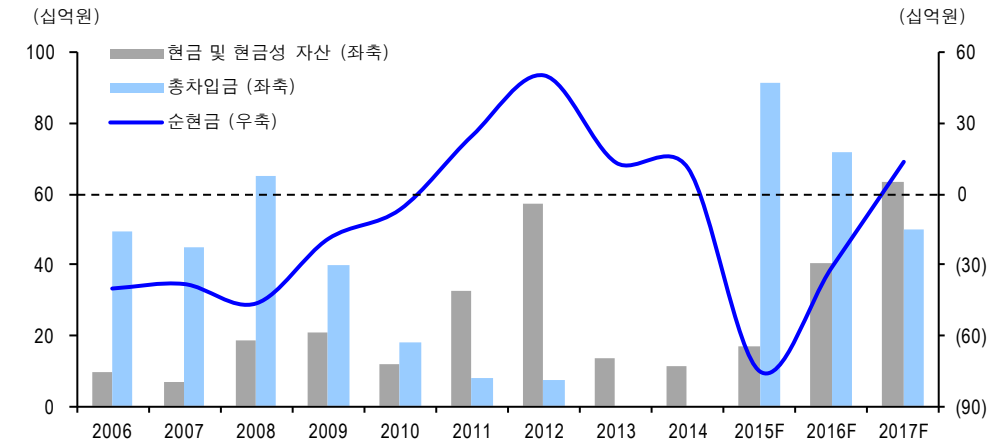
2015년 말 기준 차입금 917억원,
순차입금 749억원 전망

2015년 말 기준 순차입금은 749억원으로 예상된다. 2014년 말에는 110억원의 순현금을 보유하고 있었다. 서울 시내면세점 투자를 위해 500억원 규모의 CB(Convertible Bond, 전환사채) 발행하는 등 차입금 규모를 917억원까지 늘렸다.

2017년 순차입 → 순현금 전환
예상

2016년 말 기준 순차입금 규모는 306억원으로 줄어들 전망이다. 현금 및 현금성 자산이 358억원으로 전년대비 242억원 증가하겠다. 200억원의 단기차입금 상환이 기대된다. 2017년에는 순현금 상태로 전환되어 이자수익(42억원)이 이자비용(30억원)을 넘어설 전망이다.

한화갤러리아타임월드 순현금 추이 및 전망



자료: 회사 자료, 신한금융투자 추정

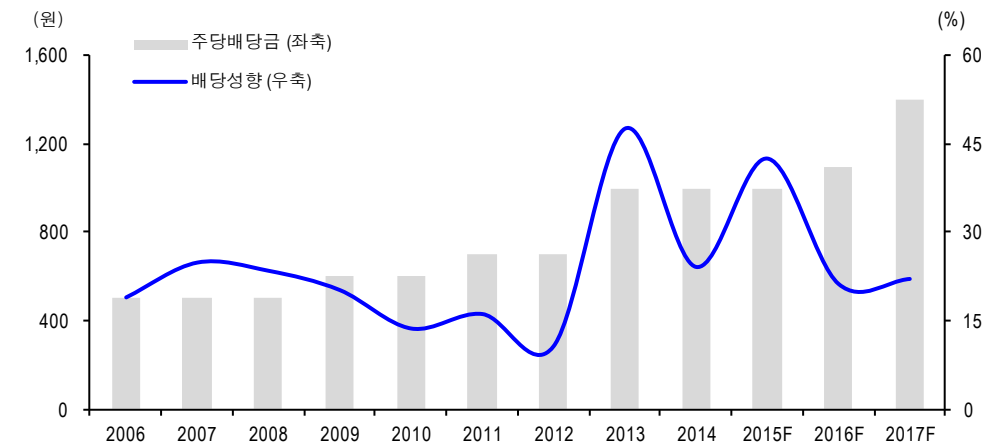
2016년 주당배당금 1,100원(10.0% YoY) 전망

2016년 이후 20%대 배당성향
유지할 전망

2014년 주당배당금은 1,000원으로 2013년과 동일했다. 배당성향은 24.1%, 배당수익률은 1.3%였다. 2015년 주당배당금도 전년대비 1,000원이 예상된다. 배당성향은 41.1%이다. 영업부진과 서울 시내면세점 관련 비용으로 인해 순이익이 전년대비 41.4% 감소하면서 배당성향이 높아지겠다.

2013년과 2015년을 제외하면 동사는 15~20%대 배당성향을 유지해왔다. 2016년 배당성향 20%를 가정하면 주당배당금은 1,100원(+10.0% YoY)으로 증가할 전망이다. 2017년에는 1,400원(+27.3% YoY)으로 증가하겠다.

한화갤러리아타임월드 주당배당금 및 배당성향 추이 및 전망



자료: 회사 자료, 신한금융투자 추정

동종업체에 비해 높은 성장성, 높은 배당성향, 낮은 부채비율이 특징

1) 이자보상배율:

영업으로 벌어들인 영업이익을 지급이자 비용으로 나눈 산출한 값; 차입금에 대한 이자를 감당할 수 있는 정도를 보여주는 지표

2) 순운전자본:

유동자산에서 유동부채를 차감한 잔액; 단기부채를 지급하기 위해 단기자산의 여력이 얼마나 되는가를 판단하는 지표

시내면세점 투자로 인해 늘어난 차입금(2015년 말 기준 917억원)을 감안하더라도 부채비율과 순차입금비율이 낮은 편이다. 2015년 말 기준 동종업체의 평균 부채비율은 137.4%를 기록할 전망이다. 당사는 76.6%를 기록하겠다. 향후 2년간 부채비율이 더 낮아질 것이라는 점도 긍정적이다.

20%대의 높은 배당성향도 특징이다. 신세계와 호텔신라는 향후 2년간 각각 5%, 18% 수준의 배당성향을 유지할 전망이다. 배당수익률 또한 2016년 1.4%, 2017년 1.8%로 동종업체 대비 높다.

2016년 예상 실적 기준 현재 PER(주가수익비율) 14.5배로 신세계와 호텔신라의 평균 수준이다. EV/EBITDA는 7.5배로 동종업체의 10.9배보다 낮다. 높은 매출액 성장률과 배당성향, 낮은 부채비율 등을 고려할 때 현재 주가는 동종업체보다 매력적이다.

한화갤러리아타임월드 동종업체 재무지표 & 밸류에이션 비교

(% , 회, 일, 배)		한화갤러리아타임월드				신세계				호텔신라			
		2014	2015F	2016F	2017F	2014	2015F	2016F	2017F	2014	2015F	2016F	2017F
성장성	매출액 증감률	28.3	5.5	138.9	13.2	2.1	3.1	35.3	27.4	26.6	11.7	15.7	12.7
	EBITDA 증감률	(8.7)	(27.2)	125.7	9.8	(8.0)	(1.0)	8.4	10.0	47.3	(7.9)	68.8	17.6
	영업이익 증감률	(6.7)	(33.6)	111.1	14.0	(10.8)	(3.4)	18.9	19.0	60.5	(29.8)	112.1	22.8
	순이익 증감률	100.3	(42.2)	123.9	20.8	(4.4)	136.7	(50.1)	15.0	579.8	(48.1)	308.9	23.7
	총자산 증감률	8.5	24.9	6.8	1.7	5.8	(0.2)	16.6	6.0	11.4	9.8	15.0	14.2
	자기자본 증감률	10.0	1.8	8.9	10.1	6.7	12.2	5.2	5.7	7.6	3.6	16.8	17.9
수익성	영업이익률	24.8	17.1	16.2	15.7	17.7	17.0	13.6	11.8	7.0	5.7	8.4	8.7
	EBITDA마진율	20.8	13.1	11.6	11.7	11.0	10.3	9.0	8.4	4.8	3.0	5.5	6.0
	순이익률	15.3	8.4	7.8	8.4	7.5	17.1	6.3	5.7	2.5	1.2	4.1	4.6
	ROE	9.0	4.9	10.5	11.6	6.2	14.8	6.7	6.7	10.4	5.1	19.0	20.1
	배당성향	24.1	41.8	20.5	21.6	7.2	2.8	5.7	5.3	18.8	31.1	18.8	18.2
	배당수익률	1.3	1.0	1.4	1.8	0.6	0.5	0.5	0.5	0.4	0.4	1.0	1.2
안정성	부채비율	43.9	76.6	73.1	60.0	122.2	97.7	119.1	119.7	161.3	177.1	172.9	164.5
	순차입금비율	(3.9)	25.9	9.8	(4.0)	65.8	49.1	44.6	37.0	56.3	78.7	73.1	66.5
	현금비율	6.3	8.0	23.3	45.0	4.2	(2.8)	4.5	12.4	42.9	11.6	14.9	18.9
	이자보상배율 ¹⁾	34.9	17.9	11.5	17.6	3.4	3.7	4.9	5.8	5.3	3.5	6.7	7.4
활동성	순운전자본 ²⁾ 회전율	(1.9)	(2.2)	(4.9)	(5.4)	(5.1)	(6.3)	(6.6)	(6.6)	14.6	12.6	10.9	9.8
	재고자산 회수기간	9.5	20.2	14.3	16.3	39.2	42.0	39.6	39.6	52.1	65.1	71.1	75.4
	매출채권 회수기간	20.5	23.5	15.8	19.3	17.4	18.2	17.2	17.2	6.8	6.2	5.9	5.7
밸류에이션	PER	18.7	41.8	14.5	12.0	11.4	5.5	11.0	10.2	49.0	73.1	17.8	14.4
	PBR	1.6	2.0	1.5	1.3	0.7	0.8	0.7	0.7	4.9	3.7	3.1	2.7
	EV/EBITDA	11.2	23.0	7.5	6.2	11.5	12.0	10.9	9.5	19.9	18.2	10.9	9.4

자료: 회사 자료, 신한금융투자 추정

VII. 기타 참고자료 – 백화점의 매출 구조

백화점의 매출 종류는 크게 3가지

- 1) 관리매출
- 2) 총매출
- 3) 순매출 (공시매출)

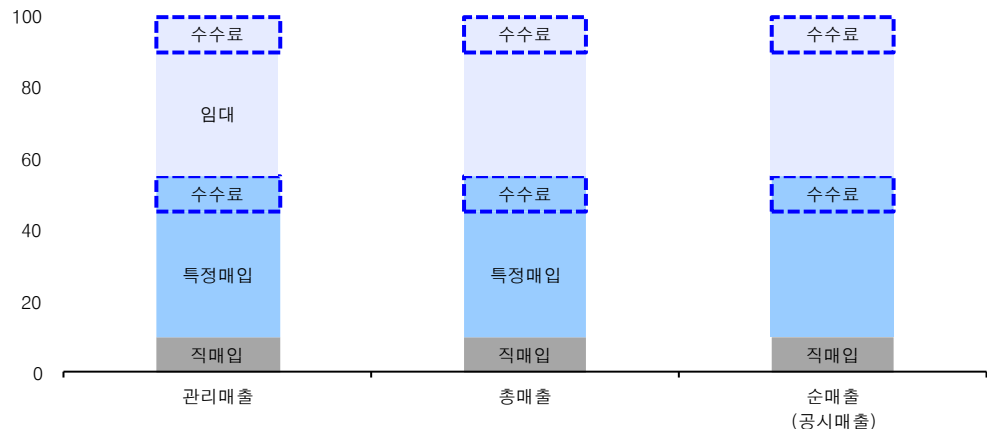
백화점의 매출을 산정하는데에는 여러가지 기준이 있다. 백화점과 입점업체의 계약 종류가 여러 가지이기 때문이다. 가장 포괄적인 기준으로 산정한 매출을 관리매출이라고 한다. 관리매출은 임대 매장의 매출까지 모두 더한 매출을 말한다. 쉽게 말해 고객들이 백화점에서 쓰는 돈의 총합이 관리매출이다.

관리매출에서 임대 매장의 매출을 빼고 임대 매장의 수수료만 더한 매출은 총매출이다. 직매입을 통한 매출 + 특정매입을 통한 매출 + 임대매장의 수수료를 계산해 산출할수도 있다.

백화점이 실제로 버는 돈은 순매출이 된다. 임대매장과 특정매입 매장의 수수료와 직매입을 통한 매출의 합이다. 백화점 업체들이 공시하는 재무제표 상에 기록되는 매출이 순매출이기 때문에 공시매출이라고도 한다. 임대 매장에서 백화점 측에 내는 수수료율은 매장별로 상이하다. 특정매입 매장의 경우도 마찬가지이다.

2015년 9월 4일, 한 언론사가 2016년 한화갤러리아타임월드의 매출이 1조를 넘어설 것이라고 보도했다. 언론사가 사용한 매출은 관리매출이다. 같은 날 회사측에서 2016년 매출 전망을 관리매출과 순매출로 나누어 공시했다(관리매출 1조 1,140억원, 순매출 5,838억원). 백화점 내에서 발생하는 모든 매출의 합인 관리매출과 임대매장과 특정매입매장의 수수료만 매출로 인식한 순매출의 차이라고 이해하면 되겠다.

백화점의 매출 구조



자료: 신한금융투자

한화갤러리아타임월드 2016년 매출 전망 보도 관련 공시 (2015년 9월 4일)

(십억원)	관리매출	순매출 (공시매출)	직매입 비중 (%)
대전 갤러리아 타임월드	510.0	142.8	10
제주 갤러리아 면세점	100.0	68.0	55
서울 갤러리아 면세점	504.0	373.0	70
합계	1,114.0	583.8	

자료: 회사 자료, 신한금융투자

부록 : 요약 재무제표

재무상태표

12월 결산 (십억원)	2013	2014	2015F	2016F	2017F
자산총계	376.5	408.5	510.2	544.8	554.2
유동자산	24.3	28.2	41.9	83.8	111.5
현금및현금성자산	9.8	6.1	11.5	35.5	58.4
매출채권	8.5	9.5	12.3	22.7	25.6
재고자산	1.7	6.7	12.1	19.5	21.3
비유동자산	352.2	380.2	468.3	460.9	442.7
유형자산	185.9	184.5	277.9	270.1	252.5
무형자산	1.9	1.9	1.9	1.9	1.9
투자자산	156.7	183.4	179.0	179.0	179.0
기타금융투자자산	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
부채총계	118.4	124.7	221.2	230.0	207.8
유동부채	97.1	96.8	144.2	152.1	129.7
단기차입금	0.0	0.0	41.7	21.7	0.0
매입채무	54.9	57.9	64.7	85.1	86.7
유동성장기부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
비유동부채	21.4	27.8	77.1	77.9	78.0
사채	0.0	0.0	50.0	50.0	50.0
장기차입금(장기금융부채 포함)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타금융투자부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	258.1	283.8	289.0	314.8	346.4
자본금	30.0	30.0	30.0	30.0	30.0
자본잉여금	17.8	17.8	17.8	17.8	17.8
기타자본	(1.8)	(1.8)	(1.8)	(1.8)	(1.8)
기타포괄이익누계액	5.0	13.3	10.3	10.3	10.3
이익잉여금	207.0	224.5	232.7	258.5	290.2
지배주주지분	258.1	283.8	289.0	314.8	346.4
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
*총차입금	0.0	0.0	91.7	71.7	50.0
*순차입금(순현금)	(13.4)	(11.0)	75.0	31.0	(13.7)

현금흐름표

12월 결산 (십억원)	2013	2014	2015F	2016F	2017F
영업활동으로인한현금흐름	37.8	25.1	10.7	62.7	49.2
당기순이익	12.2	24.5	14.1	31.6	38.2
유형자산상각비	7.7	6.4	6.8	18.6	18.4
무형자산상각비	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
외화환산손실(이익)	0.0	0.0	(0.1)	0.0	0.0
자산처분손실(이익)	0.0	0.0	0.2	0.2	0.2
지분법, 종속, 관계기업손실(이익)	2.7	(0.4)	0.5	0.2	0.5
운전자본변동	4.0	(4.5)	(6.9)	10.3	(7.0)
(법인세납부)	(8.7)	(8.1)	(9.2)	(9.3)	(11.4)
기타	19.9	7.2	5.3	11.1	10.3
투자활동으로인한현금흐름	(77.2)	(22.0)	(93.4)	(9.1)	3.4
유형자산의증가(CAPEX)	(10.3)	(4.9)	(100.1)	(10.8)	(0.8)
유형자산의감소	1.2	0.0	0.0	0.0	0.0
무형자산의감소(증가)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
투자자산의감소(증가)	(108.1)	1.9	3.1	(0.2)	(0.5)
기타	40.0	(19.0)	3.6	1.9	4.7
FCF	37.2	20.8	(80.0)	53.9	53.4
재무활동으로인한현금흐름	(4.1)	(6.8)	84.6	(30.0)	(31.2)
차입금의증가(감소)	0.0	0.0	95.6	(20.0)	(21.7)
자기주식의처분(취득)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
배당금	(4.1)	(5.8)	(5.9)	(5.9)	(6.5)
기타	0.0	(1.0)	(5.1)	(4.1)	(3.0)
기타현금흐름	0.0	0.0	3.4	0.4	1.5
연결법위변동으로인한현금의증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
환율변동효과	0.0	(0.0)	0.1	0.0	0.0
현금의증가(감소)	(43.5)	(3.7)	5.4	24.0	23.0
기초현금	53.3	9.8	6.1	11.5	35.5
기말현금	9.8	6.1	11.5	35.5	58.4

자료: 회사 자료, 신한금융투자 추정

포괄손익계산서

12월 결산 (십억원)	2013	2014	2015F	2016F	2017F
매출액	124.9	160.3	169.1	403.9	457.1
증가율 (%)	(0.9)	28.3	5.5	138.9	13.2
매출원가	24.3	36.3	39.4	153.3	176.0
매출총이익	100.6	123.9	129.6	250.6	281.1
매출총이익률 (%)	80.5	77.3	76.7	62.0	61.5
판매관리비	64.7	90.5	107.5	203.8	227.7
영업이익	35.8	33.4	22.2	46.8	53.4
증가율 (%)	(2.8)	(6.7)	(33.6)	111.1	14.0
영업이익률 (%)	28.7	20.8	13.1	11.6	11.7
영업외손익	(4.4)	(1.7)	(2.3)	(5.8)	(3.8)
금융손익	1.5	1.7	2.6	0.8	3.7
기타영업외손익	(3.1)	(3.8)	(4.5)	(6.5)	(7.0)
종속 및 관계기업관련손익	(2.7)	0.4	(0.5)	(0.2)	(0.5)
세전계속사업이익	31.5	31.7	19.8	41.0	49.6
법인세비용	3.9	7.2	5.7	9.3	11.4
계속사업이익	24.0	24.5	14.1	31.6	38.2
중단사업이익	(15.4)	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	12.2	24.5	14.1	31.6	38.2
증가율 (%)	(68.4)	100.3	(42.2)	123.9	20.8
순이익률 (%)	9.8	15.3	8.4	7.8	8.4
(지배주주)당기순이익	12.2	24.5	14.1	31.6	38.2
(비지배주주)당기순이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
총포괄이익	18.2	31.6	13.7	31.6	38.2
(지배주주)총포괄이익	18.2	31.6	13.7	31.6	38.2
(비지배주주)총포괄이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
EBITDA	43.6	39.8	28.9	65.3	71.7
증가율 (%)	(5.8)	(8.7)	(27.2)	125.7	9.8
EBITDA 이익률 (%)	34.9	24.8	17.1	16.2	15.7

주: 영업이익은 2012년 개정 K-IFRS 기준(매출총이익-판매관리비)

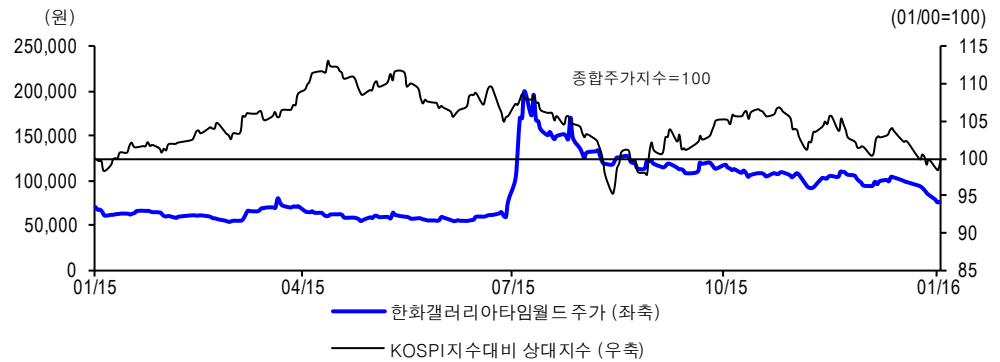
주요 투자지표

12월 결산	2013	2014	2015F	2016F	2017F
EPS (당기순이익, 원)	2,035	4,076	2,355	5,272	6,369
EPS (지배순이익, 원)	2,035	4,076	2,355	5,272	6,369
BPS (자본총계, 원)	43,008	47,298	48,163	52,461	57,740
BPS (지배지분, 원)	43,008	47,298	48,163	52,461	57,740
DPS (원)	1,000	1,000	1,000	1,100	1,400
PER (당기순이익, 배)	15.0	18.7	41.8	14.5	12.0
PER (지배순이익, 배)	15.0	18.7	41.8	14.5	12.0
PBR (자본총계, 배)	0.7	1.6	2.0	1.5	1.3
PBR (지배지분, 배)	0.7	1.6	2.0	1.5	1.3
EV/EBITDA (배)	3.9	11.2	23.0	7.5	6.2
배당성향 (%)	47.7	24.1	41.8	20.5	21.6
배당수익률 (%)	3.3	1.3	1.0	1.4	1.8
수익성					
EBITDA 이익률 (%)	34.9	24.8	17.1	16.2	15.7
영업이익률 (%)	28.7	20.8	13.1	11.6	11.7
순이익률 (%)	9.8	15.3	8.4	7.8	8.4
ROA (%)	3.3	6.2	3.1	6.0	7.0
ROE (지배순이익, %)	4.9	9.0	4.9	10.5	11.6
ROIC (%)	21.9	26.4	9.5	18.7	23.0
안정성					
부채비율 (%)	45.9	43.9	76.6	73.1	60.0
순차입금비율 (%)	(5.2)	(3.9)	25.9	9.8	(4.0)
현금비율 (%)	10.1	6.3	8.0	23.3	45.0
이자보상배율 (배)	474.7	34.9	17.9	11.5	17.6
활동성					
순운전자본회전율 (회)	(1.6)	(1.9)	(2.2)	(4.9)	(5.4)
재고자산회수기간 (일)	4.9	9.5	20.2	14.3	16.3
매출채권회수기간 (일)	23.9	20.5	23.5	15.8	19.3

자료: 회사 자료, 신한금융투자 추정

한화갤러리아타임월드 (027390)

주가차트



Compliance Notice

- ◆ 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.(작성자 : 김규리, 박희진)
- ◆ 자료 제공일 현재 당사는 상기 회사가 발행한 주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- ◆ 자료 제공일 현재 당사는 지난 1년간 상기 회사의 최초 증권시장 상장시 대표 주관사로 참여한 적이 없습니다.
- ◆ 자료제공일 현재 조사분석 담당자는 상기회사가 발행한 주식 및 주식관련사체에 대하여 규정상 고지하여야 할 재산적 이해관계가 없으며, 추천의견을 제시함에 있어 어떠한 금전적 보상과도 연계되어 있지 않습니다.
- ◆ 당사는 상기 회사 및 상기회사의 유가증권에 대한 조사분석담당자의 의견을 정확히 반영하고 있으나 이는 자료제공일 현재 시점에서의 의견 및 추정치로서 실적치와 오차가 발생할 수 있으며, 투자를 유도할 목적이 아니라 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 하고 있습니다. 따라서 종목의 선택이나 투자의 최종결정은 투자자 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.
- ◆ 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 어떠한 경우에도 당사의 허락없이 복사, 대여, 재배포될 수 없습니다.

투자등급 (2011년 7월 25일부터 적용)

주 가	◆ 매수 : 향후 6개월 수익률이 +15% 이상	세 터	◆ 비중확대 : 업종내 커버리지 업체들의 투자 의견이 시가총액 기준으로 매수 비중이 높을 경우
	◆ Trading BUY : 향후 6개월 수익률이 0% ~ +15%		◆ 중립 : 업종내 커버리지 업체들의 투자 의견이 시가총액 기준으로 중립적일 경우
	◆ 중립 : 향후 6개월 수익률이 -15% ~ 0%		◆ 축소 : 업종내 커버리지 업체들의 투자 의견이 시가총액 기준으로 Reduce가 우세한 경우
	◆ 축소 : 향후 6개월 수익률이 -15% 이하		

신한금융투자 유니버스 투자등급 비율 (2016년 01월 11일 기준)

매수 (매수)	88.5%	Trading BUY (중립)	6%	중립 (중립)	5.5%	축소 (매도)	0%
---------	-------	------------------	----	---------	------	---------	----

메모

메모

고객지원센터 : 1588-0365

서울특별시 영등포구 여의대로 70



www.shinhaninvest.com



신한금융투자 영업망

서울지역									
강남	02) 538-0707	구로	02) 857-8600	대치센트레빌	02) 554-2878	보라매	02) 820-2000	여의도	02) 3775-4270
강남중앙	02) 6354-5300	남대문	02) 757-0707	도곡	02) 2057-0707	삼성역	02) 563-3770	연희동	02) 3142-6363
관악	02) 887-0809	노원역	02) 937-0707	마포	02) 718-0900	삼풍	02) 3477-4567	영업부	02) 3772-1200
광교	02) 739-7155	논현	02) 518-2222	명동	02) 752-6655	송파	02) 449-0808	잠실신천역	02) 423-6868
광화문	02) 732-0770	답십리	02) 2217-2114	목동	02) 2653-0844	신당	02) 2254-4090	중부	02) 2270-6500
종로영업소	02) 722-4388	성수동영업소	02) 466-4228	반포	02) 533-1851	압구정	02) 511-0005		
인천·경기지역									
계양	032) 553-2772	수원	031) 246-0606	의정부	031) 848-9100	판교	031) 8016-0266		
분당	031) 712-0109	안산	031) 485-4481	일산	031) 907-3100	평택	031) 657-9010		
산본	031) 392-1141	인천	032) 819-0110	정자동	031) 715-8600	평촌	031) 381-8686		
부산·경남지역									
금정	051) 516-8222	마산	055) 297-2277	서면	051) 818-0100	울산남	052) 257-0777		
동래	051) 505-6400	밀양	055) 355-7707	울산	052) 273-8700	창원	055) 285-5500		
대구·경북지역									
구미	054) 451-0707	대구수성	053) 642-0606	안동	054) 855-0606			제주지역	
대구	053) 423-7700	시지	053) 793-8282	포항	054) 252-0370			서귀포	064) 732-3377
								제주	064) 743-9011
대전·충북지역									
대전	042) 484-9090	유성	042) 823-8577	청주	043) 296-5600			강원지역	
								강릉	033) 642-1777
광주·전라남북지역									
광주	062) 232-0707	광양	061) 791-8020	전주	063) 286-9911				
군산	063) 442-9171	여수	061) 682-5262	수완	062) 956-0707				
PWM Lounge									
경희궁	02) 2196-4655	명동	02) 718-0149	서여의도	02) 3775-1458	울산	052) 261-6127	종로중앙	02) 712-7106
과천	02) 3679-1410	부산서면	051) 243-3070	성수동	02) 466-4227	의정부	031) 848-0125	평촌	031) 386-0583
광교영업부	02) 777-1559	산본중앙	031) 396-5094	영업부	02) 3783-1025	종로	02) 722-4388	평택	031) 657-0136
마포중앙	02) 718-5029								
PWM센터									
강남	02) 508-2210	목동	02) 2649-0101	서울FC	02) 778-9600	이촌동	02) 3785-2536	부산	051) 819-9011
강남대로	02) 523-7471	반포	02) 3478-2400	서초	02) 532-6181	인천	032) 464-0707	PVG강남	02) 559-3399
광주	062) 524-8452	방배	02) 537-0885	스타	02) 2052-5511	일산	031) 906-3891	PVG서울	02) 6050-8100
대구	053) 252-3560	분당	031) 717-0280	압구정	02) 541-5566	잠실	02) 2143-0800		
대전	042) 489-7904	분당중앙	031) 718-5015	압구정중앙	02) 547-0202	태평로	02) 317-9100		
도곡	02) 554-6556	서교	02) 335-6600	여의도	02) 782-8331	해운대	051) 701-2200		
해외현지법인/사무소									
뉴욕	(1-212) 397-4000	홍콩	852) 3713-5333	상해	(86-21) 6888-91356	호치민 사무소	(84-8) 3824-6445		