글로벌 투자 파트너 – MIRAE ASSET 미래에셋대우

호텔/레저

Company Report
2017.5.2

(Maintain)	매수
목표주가(원,12M)	75,000
현재주가(17/04/28,원)	50,800
상승여력	48%

영업이익(17F,십억원)	72
Consensus 영업이익(17F,십억원)	82
EPS 성장률(17F,%)	66.4
MKT EPS 성장률(17F,%)	36.3
P/E(17F,x)	43.9
MKT P/E(17F,x)	9.4
KOSPI	2,205.44
시가총액(십억원)	1,994
발행주식수(백만주)	40
유동주식비율(%)	77.6
외국인 보유비중(%)	12.3
베타(12M) 일간수익률	0.97
52주 최저가(원)	42,800
52주 최고가(원)	73,900

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	12.0	-11.7	-31.3
상대주가	9.9	-19.1	-37.6

[화장품/생활용품/면세]

함승희
02-3774-1682
regina.hahm@miraeasset.com

김민경
02-3774-1732
minkyung.kim.a@miraeasset.com

호텔신라 (008770)

가속화되는 역사적 행보

수익성이 아쉬웠던 1분기, 하지만 더할 나위 없던 외형 성장 지표

호텔신라의 1Q17 연결기준 잠정실적은 매출액 1조 211억원(+14.9% YoY), 영업이익 100억원(-48.2% YoY), 영업이익률 1%로 발표되었다. **매출 실적은 당사 추정치와 컨센서스를 각각 7.8%, 9.5% 상회한 수치였고, 분기 사상 처음으로 1조원을 돌파**했다. 국내 시내면세점 매출액은 내수 경쟁 심화와 3월 중순 이후 중국인 입국객 급감에도 +23.7% YoY의 고성장을 시현했다.

중국의 해외여행 규제 정책으로 인한 트래픽 감소분은 유통상들의 매입 규모 확대로 상쇄되었지만, 동시에 **수수료와 프로모션 비용 부담이 높아져 국내 면세사업 영업이익률은 2.7%로 하락했다(1Q16 5.2%)**. 호텔/레저 사업은 서울 호텔 비수기 진입과 경기 악화로 인한 연회, 식음료 사업 위축으로 75억원의 적자를 기록했다. 창이공항 매출액은 1,376억원으로 영업권 취득 이후 최대 규모의 분기 실적이었다. 매출 규모 확대와 비용 구조 안정화로 적자 규모도 전분기대비 43% 축소되었다.

싱가포르, 홍콩에 이어 인천 T2에서도 화장품/향수 독점 사업자로 선정

인천공항공사는 지난 29일 연말 개항 예정인 제 2터미널(T2) 면세사업자 선정 결과를 발표하였다. 금번 입찰은 이례적으로 카테고리 입찰 방식으로 진행되어, 일반기업 부문의 낙찰자는 터미널 내 3개(화장품/향수, 담배/주류, 패션/잡화) 중 1개 카테고리를 독점하게 된다. **성장성과 수익성이 가장 높을 것으로 기대되는 DF1 낙찰자는 호텔신라로, T2 내 6개의 화장품, 향수 매장을 독점 운영할 수 있는 권한을 취득**하게 되었다.

향후 메이저 2개 항공사가 각 터미널을 분할해 사용할 것으로 예상되는 가운데 1위 사업자가 T2에 거점을 둘 가능성이 높아 보이는 상황이다. **호텔신라는 2018년 이후 인천공항 내 일반기업 화장품/향수 매장 면적의 70.8%를 점하게 되었으며, T2의 입지적 이점을 감안하면 매출 점유율은 단순 면적을 상회**할 전망이다. 호텔신라는 아시아 핵심 국제공항 세 곳 모두에서 화장품/향수 사업권을 취득하며 로컬 리테일러로 전무후무한 역사를 기록하게 되었다.

괄목할 만한 펀더멘털 개선세, 단기 실적이 무의미해지는 시점

호텔신라에 대한 "매수" 투자의견을 유지하고, 목표주가는 21% 상향한 75,000을 제시한다. **놀라운 수준의 펀더멘털 개선 및 경쟁력 강화로 단기 실적에 기반한 투자가 무의미해진 시기**에 진입해있다. 따라서 실적 정상화와 인천 T2, 홍콩 사업 가치를 적절히 평가할 수 있는 18F로 밸류에이션 산출 시점을 변경하였다. 창이공항과 함께 인천공항, 홍콩공항 화장품/향수 영업권을 취득으로 중장기적으로 상대 협상능력 강화와 원가율 효율화에 대한 기대는 한층 강화되었다고 판단한다.

결산기 (12월)	12/14	12/15	12/16	12/17F	12/18F	12/19F
매출액 (십억원)	2,909	3,252	3,715	4,077	4,587	4,921
영업이익 (십억원)	139	77	79	72	188	224
영업이익률 (%)	4.8	2.4	2.1	1.8	4.1	4.6
순이익 (십억원)	73	18	28	46	123	131
EPS (원)	1,837	462	696	1,158	3,081	3,281
ROE (%)	10.4	2.5	4.0	6.8	16.5	15.2
P/E (배)	49.8	167.3	69.2	43.9	16.5	15.5
P/B (배)	5.0	4.1	2.5	2.5	2.2	2.0
배당수익률 (%)	0.4	0.5	0.7	0.7	0.7	0.7

주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익
자료: 호텔신라, 미래에셋대우 리서치센터

1Q17 Review

표 1. 1Q17 Review (십억원, %)

	1Q16	4Q16	1Q17P			성장률	
			잠정치	미래에셋대우	컨센서스	YoY	QoQ
매출액	889	935	1,021	947	933	14.9	9.3
영업이익	19	16	10	24	15	-48.2	-36.0
영업이익률 (%)	2.2	1.7	1.0	2.6	1.6		
세전이익	19	6	5	22	9	-72.8	-8.3
순이익	13	2	3	16	12	-78.6	70.2

자료: 호텔신라, 미래에셋대우 리서치센터

표 2. 실적변경표 (십억원, %)

	변경전		변경후		변경률		변경 이유
	17F	18F	17F	18F	17F	18F	
매출액	4,116	4,487	4,077	4,587	-0.9	2.2	
영업이익	169	212	72	188	-57.5	-11.1	- 수수료, 판촉비 증가 반영
세전이익	165	168	64	171	-60.9	1.9	
순이익	119	124	46	123	-61.0	-0.8	

자료: 호텔신라, 미래에셋대우 리서치센터

표 3. Valuation (십억원, %)

구분	적정가치	적정 P/E multiple	비고
[국내사업]			
면세점 - 국내	2,390	15.8	2018년 실적 기준, 적정 배수 10% 상향
호텔	0	21.8	글로벌 peers P/E배수 20% 할인 적용
[해외사업]			
면세점 - 해외	571	14.3	2019년 사업가치를 현재가치로 할인
총 사업가치	2,960		
적정주가	75,000		
현재주가	50,800		
Upside (%)	48		

자료: 미래에셋대우 리서치센터

표 4. 인천공항 T2 면세사업자 입찰 결과 (개, sq m, 십억원)

사업권		매장수	면적(sq m)	예정가격 (최저수용금액)	Category	최종 낙찰자
일반기업	DF1	6	2,105	85	향수, 화장품	호텔신라
	DF2	8	1,407	55	주류, 담배, 식품	호텔롯데
	DF3	14	4,889	58	패션, 잡화	유찰
중소중견기업	DF4	2	825	9	전 품목	에스엠
	DF5	1	741	7	전 품목	엔타스
	DF6	2	241	2	패션, 잡화, 식품	시티플러스
계		33	10,208	216		

자료: 관세청, IIAC, 미래에셋대우 리서치센터

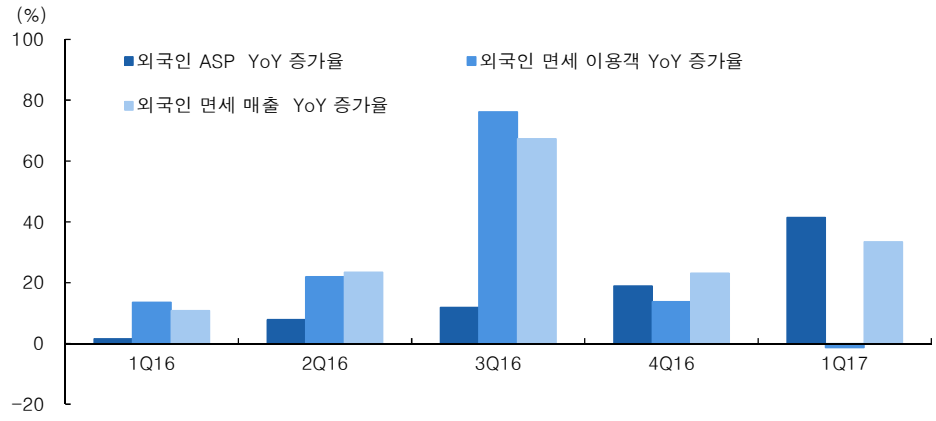
표 5. 별도기준 분기 실적 전망

(십억원, %)

	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17P	2Q17F	3Q17F	4Q17F
전체 별도기준 매출액	752	821	795	793	867	733	915	894
%, YoY	3.7	11.8	31.5	9.6	15.3	-10.7	15.1	13.7
1. 면세사업 실적 전망								
전체 면세매출액	675	736	702	703	788	643	803	787
시내	487	538	518	525	603	482	604	575
공항	188	198	184	179	185	161	199	212
%, YoY								
전체 면세매출액	3.1	11.2	34.6	10.5	16.6	-12.7	14.3	11.9
시내	23.5	29.1	58.5	12.6	23.7	-10.4	16.6	9.5
공항	-27.8	-19.2	-5.5	4.9	-1.6	-18.8	8.0	19.0
2. 호텔사업 실적 전망								
전체 호텔매출	57	75	78	73	54	76	94	85
%, YoY	9.7	29.6	12.1	9.3	-3.9	1.1	20.8	16.8
서울호텔	30	38	37	38	30	29	36	36
제주호텔	15	19	25	18	16	22	29	19
기타	21	18	16	17	8	25	29	30
호텔 이용율								
서울호텔	52	75	80	76	60	65	78	75
제주호텔	81	89	89	84	85	89	89	84
3. 기타매출	20	10	16	17	25	15	19	22
판관비	300	314	292	303	348	293	343	354
(%, 매출액대비)	39.9	38.2	36.7	38.6	40.2	40.0	37.4	39.6
영업이익	27	30	34	22	14	-7	42	21
(%, 매출액대비)	3.6	3.7	4.3	2.8	1.6	-0.9	4.6	2.3
호텔+기타	-8	3	6	-4	-8	-5	6	-3
(%, 매출액대비)	-10.2	3.2	6.3	-4.0	-9.5	-6.0	5.3	-2.4
면세점	35	28	28	25	21	-1	36	24
(%, 매출액대비)	5.2	3.8	4.0	3.6	2.7	-0.2	4.5	3.0
원/달러 환율	1,110	1,165	1,120	1,145	1,120	1,100	1,100	1,090

자료: 호텔신라, 미래에셋대우 리서치센터

그림 1. 한국 면세시장 내 외국인 실적 증가율 추이



자료: KDFA, 미래에셋대우 리서치센터

호텔신라 (008770)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	12/16	12/17F	12/18F	12/19F
매출액	**3,715**	**4,077**	**4,587**	**4,921**
매출원가	**2,040**	**2,245**	**2,423**	**2,544**
매출총이익	**1,675**	**1,832**	**2,164**	**2,377**
판매비와관리비	**1,597**	**1,760**	**1,976**	**2,153**
조정영업이익	**79**	**72**	**188**	**224**
영업이익	**79**	**72**	**188**	**224**
비영업손익	**-27**	**-8**	**-17**	**-42**
금융손익	-18	-26	-31	-34
관계기업등 투자손익	0	-2	21	22
세전계속사업손익	52	64	171	182
계속사업법인세비용	25	18	48	51
계속사업이익	28	46	123	131
중단사업이익	0	0	0	0
당기순이익	**28**	**46**	**123**	**131**
지배주주	28	46	123	131
비지배주주	0	0	0	0
총포괄이익	**32**	**46**	**123**	**131**
지배주주	32	46	123	131
비지배주주	0	0	0	0
EBITDA	153	150	270	310
FCF	54	-59	30	44
EBITDA 마진율 (%)	4.1	3.7	5.9	6.3
영업이익률 (%)	2.1	1.8	4.1	4.6
지배주주귀속 순이익률 (%)	0.8	1.1	2.7	2.7

예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	12/16	12/17F	12/18F	12/19F
유동자산	**1,079**	**1,083**	**1,166**	**1,254**
현금 및 현금성자산	347	248	240	246
매출채권 및 기타채권	184	193	217	239
재고자산	471	541	608	669
기타유동자산	77	101	101	100
비유동자산	**962**	**1,146**	**1,323**	**1,494**
관계기업투자등	35	40	45	50
유형자산	707	856	1,001	1,144
무형자산	48	51	53	55
자산총계	**2,041**	**2,228**	**2,489**	**2,748**
유동부채	**740**	**808**	**873**	**929**
매입채무 및 기타채무	256	293	329	362
단기금융부채	153	133	113	93
기타유동부채	331	382	431	474
비유동부채	**639**	**726**	**812**	**897**
장기금융부채	599	679	759	839
기타비유동부채	40	47	53	58
부채총계	**1,379**	**1,534**	**1,685**	**1,826**
지배주주지분	**662**	**694**	**804**	**922**
자본금	200	200	200	200
자본잉여금	197	197	197	197
이익잉여금	371	404	514	632
비지배주주지분	**0**	**0**	**0**	**0**
자본총계	**662**	**694**	**804**	**922**

예상 현금흐름표 (요약)

(십억원)	12/16	12/17F	12/18F	12/19F
영업활동으로 인한 현금흐름	121	151	240	254
당기순이익	28	46	123	131
비현금수익비용가감	139	123	161	171
유형자산감가상각비	61	61	64	67
무형자산상각비	14	17	18	18
기타	64	45	79	86
영업활동으로인한자산및부채의변동	-23	-7	-1	-1
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	-45	4	-14	-13
재고자산 감소(증가)	-2	-69	-68	-61
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	3	30	29	27
법인세납부	-28	-18	-48	-51
투자활동으로 인한 현금흐름	148	-257	-255	-252
유형자산처분(취득)	-67	-210	-210	-210
무형자산감소(증가)	1	-20	-20	-20
장단기금융자산의 감소(증가)	172	-27	-24	-22
기타투자활동	42	0	-1	0
재무활동으로 인한 현금흐름	-245	13	12	9
장단기금융부채의 증가(감소)	-107	60	60	60
자본의 증가(감소)	0	0	0	0
배당금의 지급	-14	-14	-13	-13
기타재무활동	-124	-33	-35	-38
현금의 증가	21	-98	-9	6
기초현금	326	347	248	240
기말현금	347	248	240	246

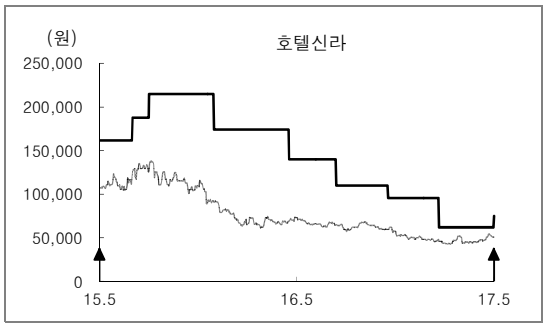
예상 주당가치 및 valuation (요약)

	12/16	12/17F	12/18F	12/19F
P/E (x)	69.2	43.9	16.5	15.5
P/CF (x)	11.6	12.0	7.1	6.7
P/B (x)	2.5	2.5	2.2	2.0
EV/EBITDA (x)	15.1	17.3	9.8	8.8
EPS (원)	696	1,158	3,081	3,281
CFPS (원)	4,166	4,224	7,112	7,545
BPS (원)	19,150	19,963	22,712	25,660
DPS (원)	350	350	350	350
배당성향 (%)	46.7	28.1	10.5	9.9
배당수익률 (%)	0.7	0.7	0.7	0.7
매출액증가율 (%)	14.2	9.7	12.5	7.3
EBITDA증가율 (%)	1.3	-2.0	80.0	14.8
조정영업이익증가율 (%)	2.6	-8.9	161.1	19.1
EPS증가율 (%)	50.6	66.4	166.1	6.5
매출채권 회전율 (회)	40.7	35.2	37.9	36.5
재고자산 회전율 (회)	7.9	8.1	8.0	7.7
매입채무 회전율 (회)	10.2	10.2	9.7	9.1
ROA (%)	1.3	2.2	5.2	5.0
ROE (%)	4.0	6.8	16.5	15.2
ROIC (%)	4.3	5.2	11.8	12.4
부채비율 (%)	208.5	221.1	209.6	198.1
유동비율 (%)	145.8	133.9	133.5	135.0
순차입금/자기자본 (%)	61.1	81.0	78.5	74.3
조정영업이익/금융비용 (x)	2.4	2.2	5.3	6.0

자료: 호텔신라, 미래에셋대우 리서치센터

투자의견 및 목표주가 변동추이

종목명(코드번호)	제시일자	투자의견	목표주가(원)
호텔신라(008770)	2017.05.01	매수	75,000원
	2017.01.19	매수	62,000원
	2016.10.17	매수	96,000원
	2016.07.13	매수	110,000원
	2016.04.17	매수	140,000원
	2015.11.30	매수	174,000원
	2015.08.02	매수	215,000원
	2015.07.02	매수	188,000원
	2015.04.28	매수	162,000원



투자의견 분류 및 적용기준

기업		산업	
매수	: 향후 12개월 기준 절대수익률 20% 이상의 초과수익 예상	비중확대	: 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 대비 높거나 상승
Trading Buy	: 향후 12개월 기준 절대수익률 10% 이상의 초과수익 예상	중립	: 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 수준
중립	: 향후 12개월 기준 절대수익률 -10~10% 이내의 등락이 예상	비중축소	: 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 대비 낮거나 악화
비중축소	: 향후 12개월 절대수익률 -10% 이상의 주가하락이 예상		

매수(▲), Trading Buy(■), 중립(●), 비중축소(◆), 주가(—), 목표주가(━), Not covered(■)

투자의견 비율

매수(매수)	Trading Buy(매수)	중립(중립)	비중축소(매도)
72.86%	15.58%	11.56%	0.00%

* 2017년 3월 31일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

Compliance Notice

- 당사는 자료 작성일 현재 조사분석 대상법인과 관련하여 특별한 이해관계가 없음을 확인합니다.
- 당사는 본 자료를 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 조사분석 대상법인의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 본 자료는 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었음을 확인합니다.

본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 종목 선택이나 투자시기에 대한 최종 결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 조사분석자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 허락 없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.