

Company Update

Analyst 안지영

02) 6915-5675

jyahn@ibks.com

매수 (유지)

목표주가 160,000원

현재가 (6/25) 94,200원

KOSPI (6/25)	2,121.62pt
시가총액	3,737십억원
발행주식수	40,000천주
액면가	5,000원
52주 최고가	123,500원
최저가	69,500원
60일 일평균거래대금	53십억원
외국인 지분율	28.2%
배당수익률 (2019F)	0.4%

주주구성	
삼성생명보험 외 5인	17.34%
국민연금	13.74%

주가상승률	1M	6M	12M
상대기준	-2%	25%	-15%
절대기준	2%	29%	-23%

	현재	직전	변동
투자이건	매수	매수	-
목표주가	160,000	160,000	-
EPS(19)	4,803	4,803	-
EPS(20)	6,050	6,018	▲

호텔신라 주가추이



본 조사는 분석자료는 당사 리서치센터에서 신뢰할 만한 자료 및 정보를 바탕으로 작성한 것이나 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으며, 과거의 자료를 기초로 한 투자참고 자료로서 향후 추가 움직임은 과거의 패턴과 다를 수 있습니다. 고객께서는 자신의 판단과 책임 하에 종목 선택이나 투자시기에 대해 최종 결정하시기 바라며, 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

호텔신라 (008770)

전자상거래법 강화에도 펀더멘탈 강화 이유

전자상거래법 강화는 부정적이지만 호텔신라에 미치는 영향은 무(無)

5월 국내 면세점 매출액은 17억 6,626만 달러로 전년동월대비 18.5% 증가했다. 국내 면세점은 지난 3월 역대 최고치 매출액 경신 이후 4월은 3월(19.2억달러)대비 둔화되었지만 과거 12개월 평균인 15.9억달러를 상회하며 절대적으로 높은 수준을 유지했다. 국내 면세점의 5월 매출액뿐만 아니라 동사의 2분기 매출 동향이 긍정적인 이유는 1) 중국 내 상반기판 광군절인 S급 쇼핑 이벤트인 '618 행사'를 겨냥, 글로벌 및 히트 브랜드 위주로 호조세가 유지되었기 때문이다. 한편 지난 6월 17일 중국 정부의 전자상거래법 강화 방침이 기사화 되었지만 전자상거래법 강화는 이미 2019년 상반기 내내 진행되어 왔다. 그럼에도 동사를 포함한 국내 면세점 Big3 매출은 여전히 호조세가 이어지고 있는데 중국의 2)대형 웨이샹과의 거래가 집중되며 거래선이 Big3 위주로 재편되었기 때문이다.

19.2Q(yoy) 매출액 +16%, 영업이익 +20% 전망 유지

동사의 2019년 실적 모멘텀의 중요한 축은 해외 개선이다. 지난해 약 30억원의 적자 대비 절반인 약 15~20억원 수준을 시현한 것으로 추산되기 때문이다. 홍콩은 지난 1분기 성수기를 반영했으며 2분기 안정적으로 추정된다. 싱가포르 2019년 매출액 약 6,700억원(18년 6천억원) 영업적자 50억원(18년 -100억원) 대로 지속적인 펀더멘탈 개선이, 홍콩은 매출액 약 4,500~4,600억원(18년 4천억원/ 흑자 30억원), 영업이익률 3.5%가 전망된다. 2분기에도 해외 사업의 턴어라운드 가 지속되고 있어 2019년 100억원 이상의 연결 영업이익 개선이 충분할 전망이다.

경쟁사간 확고한 우위 강화로 업종 리스크 방어력 확대

2019년 국내 면세점 업계는 1) 정부의 사업자 면허 확대와 입국장 면세점 운영 등 사업자간 경쟁 심화 2) 중국의 전자상거래 시스템 구축과 연계된 리스크 요인은 여전히 존재한다. 특히 미중 무역 갈등 심화와 중국 정부의 전자상거래법 강조 등에 근거할 때 면세 업종에 미치는 부담은 존재한다. 그럼에도 동사의 2분기 및 하반기 실적은 중국 거래선 집중 효과로 오히려 긍정적으로 판단되는데 호텔 부문의 2분기 성수기 도래, 해외 공항의 개선, 대형 웨이샹 거래 확대 때문이다. 부정적 센터먼트 대비 실질적인 펀더멘탈 개선에 근거한 목표주가[표5]는 16만원과 매수의견을 유지한다.

(단위:십억원,배)	2017	2018	2019F	2020F	2021F
매출액	3,515	4,714	5,479	6,183	6,920
영업이익	73	209	285	342	301
세전이익	45	147	258	328	285
지배주주순이익	25	110	192	242	210
EPS(원)	632	2,758	4,803	6,050	5,250
증가율(%)	-9.1	336.3	74.2	25.9	-13.2
영업이익률(%)	2.1	4.4	5.2	5.5	4.3
순이익률(%)	0.7	2.3	3.5	3.9	3.0
ROE(%)	3.8	15.4	22.5	22.8	16.5
PER	134.3	27.7	19.9	15.8	18.2
PBR	5.1	4.0	4.1	3.3	2.8
EV/EBITDA	26.1	12.0	11.3	11.7	13.7

자료: Company data, IBK투자증권 예상

표 1. 호텔신라 연결기준 2018~2019년 부문별 실적 및 전망

(단위: 억원, %, p)

	18,1Q	18,2Q	18,3Q	18,4Q	19,1Q	19,2Q	2Q컨센서스	19,3Q	19,4Q	2018	2019F	YoY
매출액	11,255	11,749	12,204	11,928	13,432	13,613	13,841	14,053	13,696	47,136	54,794	16.2
TR	10,137	10,549	10,935	10,715	12,252	12,392	-	12,702	12,354	42,336	49,700	17.4
시내	5,814	6,132	6,255	6,209	7,210	7,399	-	7,569	7,222	24,410	29,400	20.4
공항	4,323	4,417	4,680	4,506	5,042	4,993	-	5,133	5,132	17,926	20,300	13.2
호텔&레저	1,118	1,200	1,269	1,213	1,180	1,221	-	1,351	1,342	4,800	5,094	6.1
서울	340	396	395	426	342	388	-	425	453	1,557	1,608	3.3
제주	164	194	237	145	165	220	-	235	167	740	787	6.4
스테이	287	318	335	351	302	325	-	387	383	1,291	1,397	8.2
레저	294	288	266	278	347	283	-	259	304	1,126	1,193	6.0
기타	33	4	36	13	24	5	-	45	35	86	109	26.7
영업이익	442	695	680	275	817	833	875	778	425	2,092	2,853	36.4
TR	476	640	594	251	822	779	-	690	395	1,961	2,686	37.0
호텔&레저	-34	55	85	24	-5	54	-	88	30	130	167	28.5
OPM	3.9	5.9	5.6	2.3	6.1	6.1	6.3	5.5	3.1	4.4	5.2	0.8
당기순이익	317	526	472	-212	519	592	570	541	271	1,103	1,923	74.3

자료: 호텔신라, IBK투자증권

표 2. 면세점 Big 3의 대표 점포와 국내 면세점 시장 성장 추이 - 면세점 내 화장품 매출 비중 비교

시내 면세점
Big3 매장
직접적인
상호관계를
맺고 있는

대형 웨이상 그룹과
여행사, 다이오,
소형웨이상,
K-Beauty밴더

웨이상그룹, 홍콩에 본사를 둔 화교 자본			대형웨이상 A			대형웨이상 B			대형웨이상 C		
			롯데소공점			신라장충점			신세계남대문		
화장품 비중			4.2조원			2.9조원			2.0조원		
2019년F			3.2조원			2.1조원			1.35조원		
2018년			3.0조원			1.7조원			4,500억원		
2017년			↑			↑			↑		
2016년			여행사 다이오 소형웨이상 소형화장품밴더			여행사 다이오 소형웨이상 소형화장품밴더			여행사 다이오 소형웨이상 소형화장품밴더		
시장 규모			19.4조원			14.6조원			12.5조원		
65%											
55%											
50%											

자료: 관세청, 율호중추경호 의원실, 데이터뉴스 2019년 1월 18일 보도자료, IBK투자증권

표 3. 호텔신라 최근 3년 시내점 매출액 대비 알선수수료 추이

(단위: 억원, %)

구분	2016년				2017년				2018년				2019년
	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q
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
알선료율	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

자료: 호텔신라, IBK투자증권

표 4. 국내 면세점 국적별 매출, 방문자 수, 객단가 및 중국인 입국자 추이

(단위: 천명, 백만달러)

월별	국적별 매출			매출 증감률			방문자 수			증감률			중국인 입국자		국적별 객단가		
	내국인	외국인	합계	내국인	외국인	합계	내국인	외국인	합계	내국인	외국인	합계	입국자	증감률	내국인	외국인	합계
17-01	261	708	969	10%	37%	29%	2,509	1,682	4,191	4%	10%	6%	565	8%	104	421	231
17-02	258	883	1,140	22%	80%	62%	2,485	1,633	4,118	12%	9%	11%	591	8%	104	541	277
17-03	267	665	932	26%	9%	13%	2,534	1,235	3,768	21%	-23%	2%	361	-40%	105	539	247
17-04	299	590	889	24%	-7%	2%	2,705	998	3,704	22%	-45%	-9%	228	-67%	111	591	240
17-05	280	656	936	14%	5%	7%	2,579	1,024	3,603	15%	-44%	-12%	253	-64%	109	640	260
17-06	277	689	966	13%	10%	11%	2,628	1,064	3,693	14%	-42%	-11%	255	-66%	106	647	262
17-07	289	694	983	8%	9%	9%	2,636	1,060	3,696	9%	-45%	-15%	281	-69%	110	655	266
17-08	293	886	1,179	3%	30%	22%	2,694	1,190	3,884	5%	-37%	-13%	339	-61%	109	744	304
17-09	301	931	1,232	9%	40%	31%	2,631	1,270	3,901	7%	-26%	-6%	319	-56%	114	733	316
17-10	270	849	1,119	1%	16%	12%	2,469	1,222	3,691	2%	-34%	-13%	345	-49%	109	695	303
17-11	289	938	1,227	15%	41%	34%	2,521	1,318	3,840	9%	-13%	0%	299	-42%	114	712	319
17-12	293	939	1,232	18%	28%	26%	2,484	1,416	3,899	9%	-11%	1%	332	-38%	118	663	316
18-01	311	1,069	1,380	19%	51%	42%	2,681	1,346	4,027	7%	-20%	-4%	305	-46%	116	794	343
18-02	276	911	1,187	7%	3%	4%	2,252	1,292	3,544	-9%	-21%	-14%	345	-42%	123	705	335
18-03	295	1,265	1,560	11%	90%	67%	2,511	1,578	4,089	-1%	28%	9%	403	12%	118	801	382
18-04	315	1,209	1,524	5%	105%	71%	2,513	1,619	4,132	-7%	62%	12%	367	61%	125	747	369
18-05	323	1,167	1,491	15%	78%	59%	2,584	1,583	4,168	0%	55%	16%	370	46%	125	737	358
18-06	302	1,115	1,417	9%	62%	47%	2,560	1,599	4,159	-3%	50%	13%	380	49%	118	697	341
18-07	313	1,030	1,343	8%	48%	37%	2,529	1,484	4,013	-4%	40%	9%	410	46%	124	694	335
18-08	304	1,192	1,496	4%	35%	27%	2,553	1,510	4,062	-5%	27%	5%	478	41%	119	789	368
18-09	298	1,221	1,519	-1%	31%	23%	2,462	1,520	3,982	-6%	20%	2%	435	36%	121	803	382
18-10	288	1,150	1,438	7%	35%	29%	2,486	1,596	4,082	1%	31%	11%	475	38%	116	721	352
18-11	286	1,173	1,459	-1%	25%	19%	2,437	1,534	3,971	-3%	16%	3%	404	35%	117	765	368
18-12	290	1,133	1,423	-1%	21%	16%	2,361	1,532	3,892	-5%	8%	0%	416	25%	123	740	366
19-01	316	1,210	1,525	2%	13%	11%	2,577	1,455	4,032	-4%	8%	0%	393	29%	123	831	378
19-02	299	1,254	1,552	8%	38%	31%	2,418	1,319	3,737	7%	2%	5%	453	31%	123	950	415
19-03	295	1,624	1,918	0%	28%	23%	2,430	1,696	4,126	-3%	7%	1%	488	21%	121	957	465
19-04	296	1,453	1,749	-6%	20%	15%	2,385	1,729	4,114	-5%	7%	0%	493	35%	124	840	425
19-05	295	1,471	1,766	-9%	26%	19%	2,408	1,746	4,154	-7%	10%	0%	500	35%	123	843	425

자료: 한국면세점협회, 관광지식정보시스템, IBK투자증권

표 5. 목표주가 160,000원 상향 및 매수익건 유지

(단위: 억원, 원, 천주)

	기존	변경
영업가치	2019년F Forward EPS 5,282 원 Target P/E 28배 IBK 유통, 화장품 커버리지 평균 P/E 대비 15% premium	2019년F Forward EPS 5,282 원 Target P/E 28배 IBK 유통, 화장품 커버리지 평균 P/E 대비 15% premium
순차입금	1,300억원	1,300억원
주식수 / 목표주가	39,248 / 50,000원(매수)	39,248 / 50,000원(매수)

자료: IBK투자증권

포괄손익계산서

(십억원)	2017	2018	2019F	2020F	2021F
매출액	3,515	4,714	5,479	6,183	6,920
증가율(%)	-5.4	34.1	16.2	12.8	11.9
매출원가	1,866	2,462	2,804	3,163	3,540
매출총이익	1,649	2,252	2,675	3,020	3,380
매출총이익률 (%)	46.9	47.8	48.8	48.8	48.8
판매비	1,576	2,042	2,400	2,678	3,080
판매비율(%)	44.8	43.3	43.8	43.3	44.5
영업이익	73	209	285	342	301
증가율(%)	-7.4	186.1	36.4	20.0	-12.1
영업이익률(%)	2.1	4.4	5.2	5.5	4.3
순금융손익	-15	-8	-19	0	0
이자손익	-15	-8	0	0	0
기타	0	0	-19	0	0
기타영업외손익	-13	-54	-9	-14	-16
중속/관계기업손익	0	0	1	0	0
세전이익	45	147	258	328	285
법인세	19	37	66	86	75
법인세율	43.5	24.9	25.5	26.3	26.3
계속사업이익	25	110	192	242	210
중단사업손익	0	0	0	0	0
당기순이익	25	110	192	242	210
증가율(%)	-9.1	336.2	74.2	25.9	-13.2
당기순이익률 (%)	0.7	2.3	3.5	3.9	3.0
지배주주당기순이익	25	110	192	242	210
기타포괄이익	-6	0	2	0	0
총포괄이익	19	110	194	242	210
EBITDA	145	284	447	436	377
증가율(%)	-5.8	96.3	57.7	-2.5	-13.7
EBITDA마진율(%)	4.1	6.0	8.2	7.1	5.4

투자지표

(12월 결산)	2017	2018	2019F	2020F	2021F
주당지표(원)					
EPS	632	2,758	4,803	6,050	5,250
BPS	16,687	19,110	23,628	29,345	34,217
DPS	350	350	350	400	400
밸류에이션(배)					
PER	134.3	27.7	19.9	15.8	18.2
PBR	5.1	4.0	4.1	3.3	2.8
EV/EBITDA	26.1	12.0	11.3	11.7	13.7
성장성지표(%)					
매출증가율	-5.4	34.1	16.2	12.8	11.9
EPS증가율	-9.1	336.3	74.2	25.9	-13.2
수익성지표(%)					
배당수익률	0.4	0.5	0.4	0.4	0.4
ROE	3.8	15.4	22.5	22.8	16.5
ROA	1.2	4.9	6.5	6.5	5.3
ROIC	3.0	13.4	24.7	33.9	27.8
안정성지표(%)					
부채비율(%)	232.1	201.1	280.0	225.7	197.6
순차입금 비율(%)	59.2	48.0	135.1	112.8	98.9
이자보상배율(배)	3.3	11.3	0.0	0.0	0.0
활동성지표(배)					
매출채권회전율	36.0	54.8	48.9	44.6	44.2
재고자산회전율	7.5	8.0	7.6	7.9	7.8
총자산회전율	1.7	2.1	1.9	1.7	1.8

*주당지표 및 밸류에이션은 지배주주순이익 및 지배주주지분 기준

재무상태표

(십억원)	2017	2018	2019F	2020F	2021F
유동자산	1,168	1,272	1,326	1,432	1,548
현금및현금성자산	474	282	257	211	182
유가증권	0	10	10	12	13
매출채권	77	95	129	148	165
재고자산	469	704	731	835	934
비유동자산	1,051	1,032	2,267	2,393	2,527
유형자산	693	697	651	565	496
무형자산	44	48	40	32	26
투자자산	286	253	266	299	331
자산총계	2,219	2,304	3,593	3,825	4,076
유동부채	879	1,003	1,225	1,222	1,272
매입채무및기타채무	241	284	376	429	480
단기차입금	22	10	15	17	19
유동성장기부채	200	150	150	150	150
비유동부채	672	536	1,422	1,428	1,434
사채	649	499	499	499	499
장기차입금	0	0	0	0	0
부채총계	1,551	1,539	2,648	2,650	2,706
지배주주지분	667	764	945	1,174	1,369
자본금	200	200	200	200	200
자본잉여금	197	197	197	197	197
자본조정등	-104	-104	-104	-104	-104
기타포괄이익누계액	-6	-3	-1	-1	-1
이익잉여금	382	475	654	883	1,078
비지배주주지분	1	1	1	1	1
자본총계	668	765	946	1,174	1,369
비이자부채	681	880	1,103	1,103	1,157
총차입금	870	659	1,545	1,547	1,549
순차입금	396	367	1,278	1,325	1,354

현금흐름표

(십억원)	2017	2018	2019F	2020F	2021F
영업활동 현금흐름	207	154	384	284	239
당기순이익	25	110	192	242	210
비현금성 비용 및 수익	130	178	195	108	92
유형자산감가상각비	58	62	152	86	69
무형자산상각비	13	12	11	8	6
운전자본변동	66	-117	-4	-66	-63
매출채권등의 감소	40	-16	-34	-18	-18
재고자산의 감소	-37	-230	-24	-104	-100
매입채무등의 증가	72	43	89	54	51
기타 영업현금흐름	-15	-17	1	0	0
투자활동 현금흐름	-162	-103	-56	-245	-233
유형자산의 증가(CAPEX)	-65	-78	-18	0	0
유형자산의 감소	4	6	0	0	0
무형자산의 감소(증가)	1	0	0	0	0
투자자산의 감소(증가)	-103	-31	-11	-33	-32
기타	0	0	-27	-212	-202
재무활동 현금흐름	85	-245	-353	-85	-34
차입금의 증가(감소)	0	0	0	0	0
자본의 증가	0	0	0	0	0
기타	85	-245	-353	-85	-34
기타 및 조정	-3	1	1	0	0
현금의 증가	128	-193	-25	-46	-29
기초현금	347	474	282	257	211
기말현금	474	282	257	211	182

Compliance Notice

동 자료에 게재된 내용들은 외부의 압력이나 부당한 간섭 없이 본인의 의견을 정확하게 반영하여 작성되었음을 확인합니다.

동 자료는 기관투자자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.

동 자료는 조사분석자료 작성에 참여한 외부인(계열회사 및 그 임직원등)이 없습니다.

조사분석 담당자 및 배우자는 해당종목과 재산적 이해관계가 없습니다.

동 자료에 언급된 종목의 지분율 1%이상 보유하고 있지 않습니다.

당사는 상기 명시한 사항 외 고지해야 하는 특별한 이해관계가 없습니다.

종목명	담당자	담당자(배우자) 보유여부			1%이상	유가증권	계열사	공개매수	IPO	회사채	중대한	M&A
		수량	취득가	취득일	보유여부	발행관련	관계여부	사무취급		지급보증	이해관계	
해당사항없음												

투자익전 안내 (투자기간 12개월)

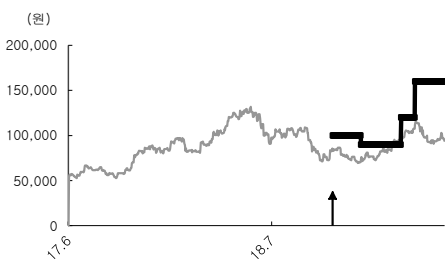
종목 투자익전 (절대수익률 기준)			
적극매수 40% ~	매수 15% ~	중립 -15% ~ 15%	매도 ~ -15%
업종 투자익전 (상대수익률 기준)			
비중확대 +10% ~	중립 -10% ~ +10%	비중축소 ~ -10%	

투자등급 통계 (2018.04.01~2019.03.31)

투자등급 구분	건수	비율(%)
매수	132	85.2
중립	23	14.8
매도	0	0.0

최근 2년간 주가 그래프 및 목표주가(대상 시점 1년) 변동 추이

(◆) 적극매수 (▲) 매수 (●) 중립 (■) 비중축소 (■) Not Rated / 담당자 변경

호텔신라 주가 및 목표주가 추이	추천 일자	투자 의견	목표가 (원)	과리율(%)		추천 일자	투자 의견	목표가 (원)	과리율(%)	
				평균	최고/최저				평균	최고/최저
	2018.11.20	매수	100,000	-22.16	-13.70					
	2019.01.14	매수	90,000	-8.46	6.33					
	2019.04.02	매수	120,000	-14.40	-10.42					
	2019.04.29	매수	160,000	-38.07	-28.13					
	2019.06.25	매수	160,000							