

## 매수(신규)

목표주가: 73,000원

### Stock Data

KOSPI(9/10)	1,925
주가(9/10)	52,900
시가총액(십억원)	2,076
발행주식수(백만)	39
52주 최고/최저가(원)	56,500/30,850
일평균거래대금(6개월, 백만원)	15,775
유동주식비율/외국인지분율(%)	81.1/24.2
주요주주(%)	삼성생명보험 외 4인 17.2
	국민연금공단 9.9

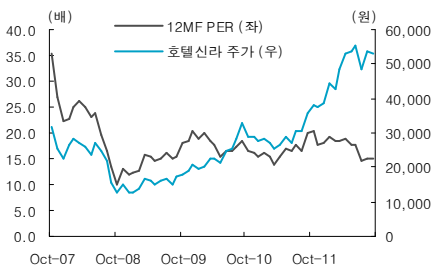
### EPS 변경(한국증권 추정치, 원)

	변경전	변경후	(%)
2012F		3,108	-
2013F		3,719	-
2014F		4,648	-

### 주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	9.8	22.2	66.9
상대주가(%p)	10.9	26.8	60.7

### 12MF PER 추이



자료: WISEfn 컨센서스

## 관광객은 쇼핑객이다

### 투자 의견 '매수'와 목표주가 73,000원으로 커버리지 개시

호텔신라에 대해 투자 의견 '매수'와 목표주가 73,000원을 제시하며 분석을 개시한다. 목표주가는 12개월 forward EPS에 목표 PER 21.5배(12개월 forward EPS 3년 CAGR 21.5%에 목표 PEG 1.0배 적용)를 적용해 산출했다. 호텔신라 매출의 85%를 차지하는 면세 사업의 성장과 호텔 사업 호조로 2012년 매출액과 순이익이 전년 대비 각각 26.2%, 118.3% 증가할 전망이다. 외형 성장과 인천공항면세점 임차료 고정 효과로 금년 영업이익률은 전년 대비 2.0%p 상승한 7.4%로 예상된다.

### 면세점 매출은 출입국객수 증가로 향후 3년간 연평균 20% 늘어날 전망

면세점 매출은 2011년 1조 5,012억원에서 2014년 2조 5,679억원으로 연평균 19.6% 증가할 전망이다. 2014년 외국인 입국객수와 내국인 출국객수가 2011년 대비 각각 36%, 19% 늘어날 것으로 예상되기 때문이다. 1인당 쇼핑비가 높은 중국인 관광객수가 소득 수준 상승과 비자 완화로 빠르게 증가할 전망이다. 호텔신라는 세계 1위 면세 매출 공방인 인천국제공항의 면세사업자로 루이비통을 최초로 입점시킬 만큼 높은 경쟁력과 브랜드 인지도를 갖고 있다. 2012년말 싱가포르 공항에 첫 해외 면세점을 오픈하고, 화장품 유통 등 해외 사업을 적극적으로 확대할 계획이다.

### 호텔 사업도 수익성 높은 비즈니스 호텔로 성장 지속

호텔 사업도 내외국인 관광객 증가로 실적 호조가 지속될 전망이다. 제주 호텔의 금년 매출은 전년대비 17.5% 증가할 것으로 예상된다. 신규 성장원인 비즈니스 호텔 사업은 투자자가 호텔을 짓고 호텔신라가 대신 운영해 매출 일부를 수수료로 받는 구조로 수익성이 높다. 비즈니스 호텔 매출은 2013년 말부터 발생해 24개월을 운영하는 2020년에는 475억원으로 늘어날 전망이다.

	2010A	2011A	2012F	2013F	2014F
매출액(십억원)	1,440	1,764	2,227	2,556	2,898
영업이익(십억원)	81	96	166	215	265
세전이익(십억원)	66	74	161	193	241
당기순이익(십억원)	50	56	122	146	183
EBITDA(십억원)	112	130	208	259	312
순차입금(십억원)	272	386	443	453	417
영업이익률(%)	5.6	5.4	7.4	8.4	9.2
ROE(%)	9.0	9.5	18.9	19.4	20.5
배당수익률(%)	1.1	0.8	0.7	0.8	0.8
EPS(원)	1,270	1,427	3,108	3,719	4,648
(EPS 증가율, %)	57.6	12.4	117.8	19.7	25.0
BPS(원)	14,695	15,141	17,440	20,427	24,356
DPS(원)	300	300	350	400	400
PER(x)	21.9	27.0	17.0	14.2	11.4
PBR(x)	1.9	2.5	3.0	2.6	2.2
EV/EBITDA(x)	12.2	14.6	12.1	9.8	8.0

홍종길 3276-6168  
jonggil@truefriend.com

최민하 3276-6260  
mhchoi@truefriend.com

## Company report focus

### □ 리포트 작성 목적

- 커버리지 개시 및 투자의견과 목표주가 제시
- 매출 비중이 85%인 면세 사업의 고성장 지속 근거 제시
- 신규 사업인 비즈니스 호텔의 성장성과 수익성 분석
- 해외 면세 시장 진출 가능성 점검

### □ 핵심 가정 및 valuation

- 주요 수익추정 변수 및 환율 가정

	2011	2012F	2013F
입국자수(명)	9,794,796	11,346,392	12,360,768
출국자수(명)	12,693,733	13,516,577	14,293,871
환율(KRW/USD)	1,108	1,135	1,091

- Valuation: 면세 사업의 성장성과 호텔 부문 실적 개선에 주목하여 12개월 forward EPS에 목표 PER 21.5배를 적용

### □ 민감도(시나리오) 분석

- 인천국제공항 면세점 임차료가 현 수준으로 고정되면 2013년 EPS는 기존 전망치 3,719원 대비 12.2% 증가

#### 2013년 EPS 민감도

(%)	면세 부문 매출 성장률					
	12%	14%	16%	18%	20%	
임차료	0%	2.1	6.9	12.2	16.6	21.5
인상률	5%	(4.3)	0.5	5.8	10.2	15.0
	10%	(10.8)	(5.9)	0.0	3.8	8.6
	15%	(17.2)	(12.4)	(7.1)	(2.7)	2.2
	20%	(23.6)	(18.8)	(13.5)	(9.1)	(4.3)

### □ 위험 / 기회 요인

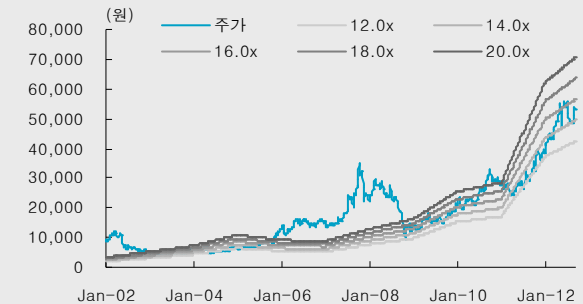
- 2013~2014년 인천공항 면세점 임차료 인상 가능성
- 서울 호텔 리노베이션시 2013년 호텔 매출과 이익 감소
- 환율 변동에 따른 수익 변동
- 외국인 전용 시내 면세점 오픈

### □ 기업의 주요 특징

#### 1) Historical valuation 분석

- 호텔신라의 12개월 forward PER은 14.9배로 5년 평균 22.1배 대비 낮음
- 2007년 말~ 2008년 초 인천국제공항 면세점 입점에 대한 기대감으로 12개월 forward PER이 최고 58.2배까지 상승했으나 지속적인 이익 성장으로 밸류에이션 부담 완화

#### PER Band



주: 12개월 Forward PER 기준  
자료: Quantwise, 한국투자증권

#### 2) 입출국객수 증가로 면세점 호황

- 한류 효과 등으로 방한 외국인 성장 지속
- 저가 항공사 이용으로 내국인 출국자 증가
- 면세점이 명품 구매의 주요 채널로 자리잡아
- 환승객 증가도 공항 면세점 수익 증가에 기여

### □ 동종 기업 비교

- 호텔신라의 2012년 예상 PER은 17.0배로 국내 레저/엔터테인먼트 업체 대비 프리미엄을 받고 있지만 향후 3년 연평균 EPS 성장률 48.2%를 감안하면 저평가
- 보고서 4페이지의 'Peer valuation' 참고

# Contents

<b>I. Valuation 및 투자포인트</b> .....	<b>2</b>
1. 투자이건 '매수'와 목표주가 73,000원으로 커버리지 개시	
2. Peer valuation	
3. 투자포인트	
<b>II. 실적 전망</b> .....	<b>6</b>
1. 3분기 사상 최고 매출 달성할 전망	
2. 2012년 실적과 향후 전망	
<b>III. 면세사업, 호황 지속될 전망</b> .....	<b>8</b>
1. 면세점 매출은 입출국객수 증가로 고성장	
2. 중국인 매출 비중 확대 지속 예상	
3. 내국인 면세점 매출도 꾸준히 증가	
4. 명품 구매 채널로서의 가치	
5. 공항 면세점의 매출 추가 증가 가능	
6. 면세 사업의 해외 진출	
<b>IV. 호텔 사업 다각화로 실적 업그레이드</b> .....	<b>18</b>
1. 외국인 관광객 증가로 호텔 사업 호조	
2. 비즈니스 호텔은 중장기 성장원	
3. 럭셔리 호텔 위탁운영 사업	
<b>V. 리스크 분석</b> .....	<b>22</b>
1. 인천공항 면세점 임차료 인상 가능성	
2. 서울 호텔 리노베이션 검토	
3. 환율 변화가 수익에 미치는 영향	
4. 외국인 전용 면세점 오픈 추진	
5. 신세계 그룹의 면세점 사업 진출	
<b>VI. Appendix</b> .....	<b>25</b>
1. 기업 개요	

## I. Valuation 및 투자포인트

### 1. 투자 의견 '매수'와 목표주가 73,000원으로 커버리지 개시

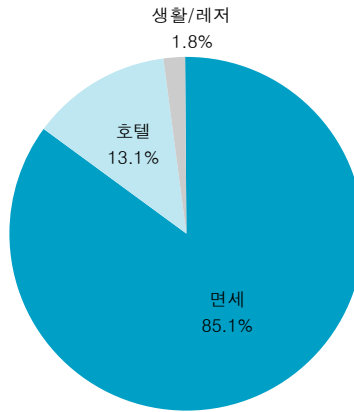
목표주가는 12MF EPS에  
목표 PER 21.5배를 적용

호텔신라에 대해 투자 의견 '매수'와 12개월 목표주가 73,000원을 제시하며 조사 분석을 개시한다. 목표주가는 12개월 forward EPS 3,414원에 목표 PER 21.5배(12개월 forward EPS 3년 CAGR 21.5%에 목표 PEG 1.0배를 적용)를 적용해 산출했다. 호텔신라의 높은 성장성을 반영하기 위해 목표주가 산정에 PEG를 적용했다. 목표주가는 현 주가 대비 38.0% 상승 여력이 있다.

면세점 매출 비중이 85%

호텔신라의 사업은 면세점, 호텔, 생활레저 크게 3가지로 구분된다. 서울과 제주에 각각 호텔과 시내 면세점, 인천국제공항 등 4개 공항에서 면세점을 운영하고 있다. 면세점 매출이 2008년부터 인천국제공항 면세점을 운영하면서 급증해 전체 매출의 85%를 차지하고 있다.

[그림 1] 호텔신라의 부문별 매출비중 (2011년)

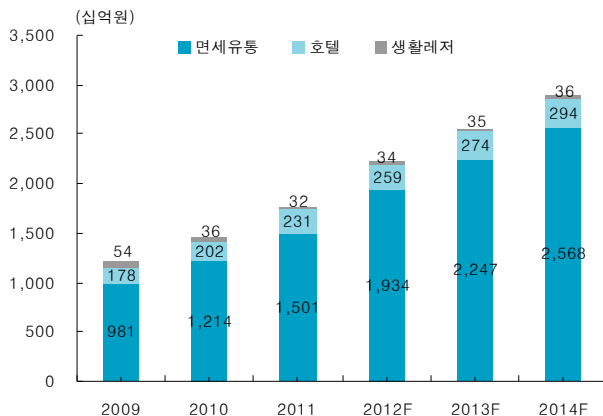


자료: 호텔신라

면세 사업 고성장 지속될  
전망으로 '매수' 의견 제시

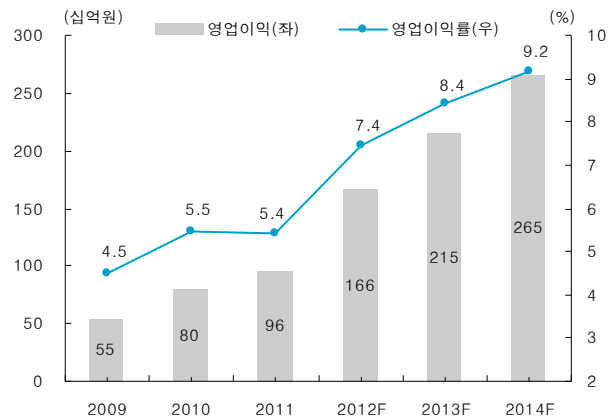
매수 의견을 제시하는 이유는 1) 면세점 매출이 입출국자와 환승객 증가로 향후 3년간 연평균 19.6% 성장할 전망이다. 2) 호텔 사업은 관광객 증가에 따른 객실 수요 증가로 수익성이 개선되고, 비즈니스 호텔 매출 사업으로 증가할 전망이다. 3) 상승하고 있는 브랜드 인지도를 기반으로 해외 공항 면세점, 화장품 유통 등 해외 면세 사업에서 성과가 확대될 것이다.

[그림 2] 연간 사업부문별 매출 성장 추이와 전망



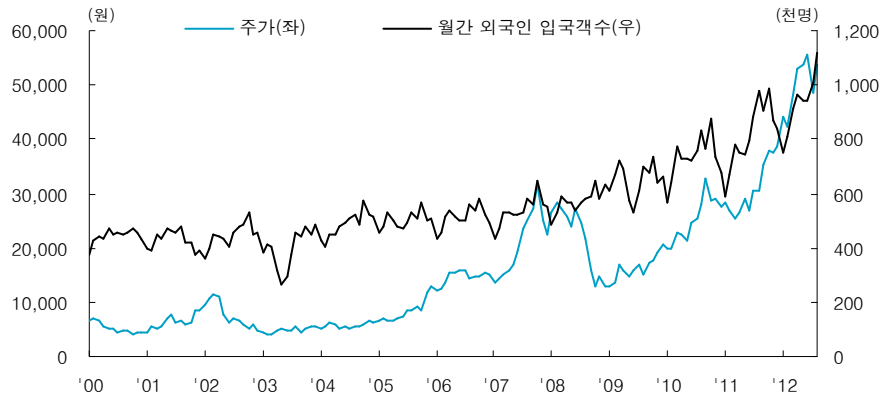
자료: 호텔신라, 한국투자증권

[그림 3] 연간 영업이익과 영업이익률 추이와 전망



자료: 호텔신라, 한국투자증권

[그림 4] 입국객수와 호텔신라 주가 추이

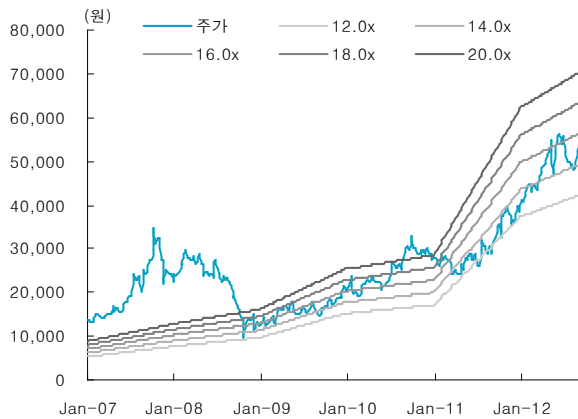


자료: 한국관광공사, 한국투자증권

2012년 PER 17.0배는  
향후 3년 연평균 EPS 성장률  
48.2%를 감안하면 저평가

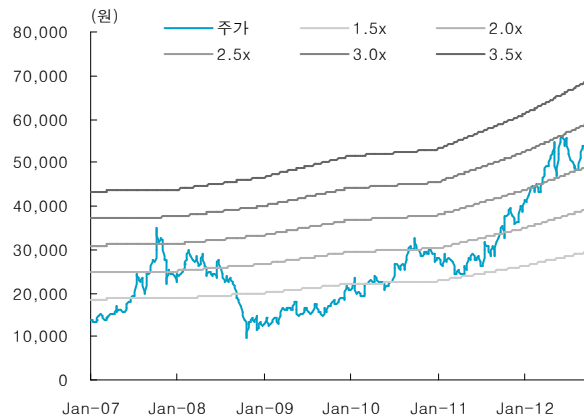
9월 10일 주가 52,900원 기준 2012년 PER은 17.0배, 12개월 forward PER은 14.9배로 시장평균대비 높다. 그러나, 호텔신라의 11~14년 연평균 EPS 성장률이 48.2%에 달하는 높은 성장성을 고려하면 여전히 저평가됐다고 판단된다. 08~11년에도 12개월 forward PER이 16.5배로 KOSPI 평균 9.6배 대비 73% 할증 거래되었는데, 같은 기간 연평균 EPS 성장률이 30.7%로 높았기 때문이다.

[그림 5] PER Band: 현 주가 14.9배



주: 1. 12개월 Forward PER 기준, 2. 2012년 9월 10일 종가 기준  
자료: Quantwise, 한국투자증권

[그림 6] PBR Band: 현 주가 2.7배



주: 1. 12개월 Forward PBR 기준, 2. 2012년 9월 10일 종가 기준  
자료: Quantwise, 한국투자증권

<표 1> 호텔신라의 PER과 PBR

(단위: 배)

	현재(2012.9.10)	5년 평균	최고	최저
PER	14.9	22.1	58.2	11.1
PBR	2.7	1.7	3.0	0.7

주: PER, PBR은 각각 Forward PER, Forward PBR 기준  
자료: Quantwise, 한국투자증권

## 2. Peer valuation

**밸류에이션이 해외 면세점 업체 대비 높지만, 성장성은 더 높아**

I/B/E/S 컨센서스 기준 호텔신라의 2012년 예상 PER은 17.0배로 해외 면세점 업체 8.8배, 국내 레저/엔터테인먼트 업종 14.4배 대비 높다. 호텔신라의 주력 성장원인 면세점은 빠르게 성장하는 중국 등의 관광객이 주요 고객이어서 11~14년 연평균 EPS 성장률이 50.9%로 다른 면세점 업체, 레저/엔터테인먼트 업종 대비 높기 때문이다.

〈표 2〉 해외 면세점 업체와의 밸류에이션 비교

(단위: 원, CHF, EUR, 백만달러, %, 배)

국가	회사	주가	시가총액 (백만달러)	PER			EPS CAGR (11~14F)	Market PER 대비 Premium 2012F	PBR 2012F	ROE 2012F	매출 성장률		영업이익률	
				2011A	2012F	2013F					2012F	2013F	2012F	2013F
한국	호텔신라	52,900	1,790	37.2	17.0	13.6	50.9	64.9	3.0	18.6	25.6	14.5	6.5	6.9
스위스	Dufry AG	120.5	3,422	19.1	12.3	9.9	28.4	n.a	3.1	20.3	22.7	10.7	10.0	10.4
그리스	Duty free shops SA	7.9	673	5.9	5.3	5.0	9.7	n.a	0.6	12.6	4.5	4.9	n.a	n.a
	평균			12.5	8.8	7.4	19.1	n.a	1.9	16.5	13.6	7.8	10.0	10.4

주: 2012년 9월 10일 종가 기준  
자료: I/B/E/S

〈표 3〉 국내 레저/엔터테인먼트 업체와의 밸류에이션 비교

(단위: 원, 백만달러, %, 배)

회사	주가	시가총액 (백만달러)	PER			EPS CAGR (11~14F)	Market PER 대비 Premium 2012F	PBR 2012F	ROE 2012F	매출 성장률		영업이익률	
			2011A	2012F	2013F					2012F	2013F	2012F	2013F
호텔신라	52,900	1,790	37.2	17.0	13.6	50.9	64.9	3.0	18.6	25.6	14.5	6.5	6.9
GKL	28,500	1,520	28.5	14.1	12.4	34.6	36.4	5.8	49.2	7.9	14.5	29.4	29.2
파라다이스	16,350	1,282	54.3	18.3	14.9	55.3	77.2	2.4	13.6	19.1	14.8	18.8	19.3
하나투어	53,700	538	30.0	21.2	16.8	30.5	105.7	4.6	23.8	15.9	16.2	13.0	14.7
모두투어	21,650	235	20.0	14.6	11.0	30.1	41.3	3.0	23.9	17.8	16.1	15.9	17.4
강원랜드	23,150	4,270	12.3	13.7	12.3	2.7	32.3	2.0	15.8	6.4	8.0	35.8	35.8
CJ CGV	28,050	499	15.0	10.9	9.6	20.2	6.0	1.6	15.2	12.6	8.4	13.3	13.5
골프존	54,000	572	13.1	8.4	8.2	21.1	(18.7)	1.6	20.3	29.0	14.6	29.4	29.2
평균			24.7	14.4	12.2	27.8	40.0	3.0	23.1	15.5	13.3	22.2	22.7

주: 2012년 9월 10일 종가 기준  
자료: I/B/E/S

### 3. 투자포인트

입출국객, 환승객수 증가로  
올해 면세점 매출 29% 증가

#### 1) 면세 사업: 입출국자수 증가로 고성장 지속

호텔신라의 2012년과 2013년 면세 사업 매출은 입출국객, 환승객수의 증가로 전년대비 각각 28.8%, 16.2% 늘어날 전망이다. 금년 방한 외국인수는 중국인 해외 관광, 한류 효과 등으로 전년대비 15.8% 증가할 것으로 예상된다. 쇼핑 지출 비중이 높은 중국인 입국객수가 25.4% 늘어 2012년 중국인 면세 매출은 전체 면세 매출의 32%로 확대될 전망이다. 2012년 출국자수는 주5일제 수업, 저가 항공 등 저렴한 여행 비용으로 전년대비 6.5% 증가한 1,352만명에 달할 전망으로 내국인 면세 매출도 전년대비 10.4% 늘어날 것으로 예상된다.

기존 사업부 실적 개선과  
비즈니스 호텔 매출 추가로  
외형 성장과 수익성 개선

#### 2) 호텔 사업: 객실 수요 증가로 수익성 개선, 비즈니스 호텔로 성장

호텔 사업도 외국인 관광객 급증에 따른 객실 수요 증가로 호조다. 관광객 증가에 비해 공급이 부족해 객실 가동률이 높아져 2012년 호텔 매출은 12.4% 증가할 전망이다. 특히 제주 호텔의 매출은 내외국인 관광객이 늘면서 전년대비 17.5% 성장할 것으로 예상된다. 2013년 말 동탄, 역삼 등을 시작으로 ‘신라 스테이’라는 서브네임으로 비즈니스 호텔 사업에 진출할 예정이다. 비즈니스 호텔은 프리미엄 호텔 대비 인건비 등 영업비용이 적어 마진이 높다. 2020년 비즈니스 호텔 매출은 24개를 운영해 475억원으로 늘어날 전망이다.

면세 사업의 해외 시장 확대는  
중장기 성장원이 될 전망

#### 3) 해외 사업: 브랜드 인지도 상승으로 성과 확대 예상

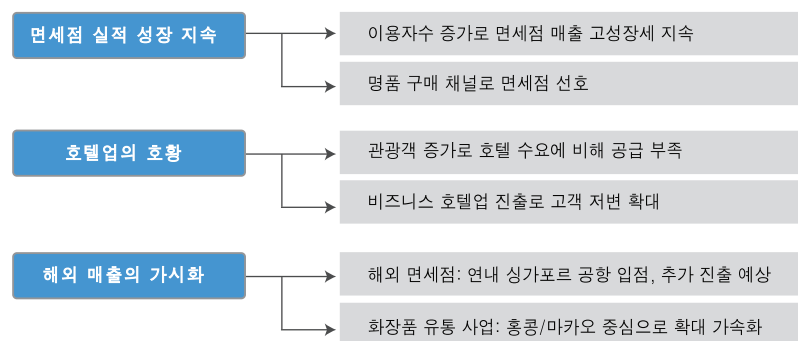
호텔신라는 세계 1위 면세 매출 공항인 인천국제공항의 면세사업자로 최초로 루이비통을 입점시킬 만큼 높은 경쟁력과 브랜드 인지도를 갖고 있다. 면세점의 첫 해외 진출로 올해 12월부터 싱가포르 창이공항에 매장을 운영할 예정이다. 금년 홍콩과 LA 공항 면세점 입찰에 실패했지만 꾸준히 인지도를 더 높이고 면세점 해외 시장 진출을 적극적으로 추진하겠다는 전략이다. 2011년 화장품 매장 ‘스위트메이(Sweetmay)’ 1호점을 마카오에 오픈하며 화장품 유통 사업을 시작했고, 중화권 중심으로 매장을 확대할 계획이다.

12개월 forward EPS  
3년 CAGR 21.5%

#### 4) 높은 성장성 대비 저평가

12개월 forward PER은 14.9배는 높은 성장성(12개월 forward EPS 3년 CAGR 21.5%) 대비 저평가됐다. 인천국제공항 매장 확대, 면세점의 해외 공항 입점 등이 추가로 이루어질 경우 외형 성장률은 더 높아질 전망이다.

[그림 7] 호텔신라 투자포인트



자료: 한국투자증권

## II. 실적 전망

### 1. 3분기 사상 최고 매출 달성할 전망

3분기 입출국자수 증가로  
분기 사상 최대 매출 전망

2012년 3분기 매출액은 전년동기대비 26.6% 증가한 6,099억원으로 분기 사상 최대 매출을 달성할 전망이다. 3분기는 추석 연휴 등으로 출국자수가 늘고 중국 중추절, 국경절 연휴 등으로 방한 외국인도 증가해 면세점 매출이 전년동기대비 29.1% 성장할 것으로 예상되기 때문이다. 호텔 매출도 전년동기대비 13.1% 늘어날 것으로 전망이다.

영업이익률은 임차료 고정으로 전년동기대비 1.1%p 개선될 전망

3분기 영업이익은 전년동기대비 46.3% 증가한 483억원, 영업이익률은 전년동기대비 1.1%p 상승한 7.9%로 예상된다. 매출 증가로 지급 수수료와 판매비가 증가하지만, 판매관리비의 30%를 차지하는 인천국제공항 면세점 임차료가 작년 수준으로 고정되면서 영업레버리지 확대됐기 때문이다. 세전이익은 전분기대비 16.6% 감소하는데 2분기에 일회성 이익이 발생했기 때문이다.

〈표 4〉 분기별 실적 추이

(단위: 십억원, %, %p)

	1Q11	2Q11	3Q11	4Q11	1Q12	2Q12	3Q12F	4Q12F
매출액	368.6	403.0	481.7	511.0	486.8	556.3	609.9	573.9
면세유통	312.0	338.7	410.4	440.1	420.1	485.8	530.0	498.0
시내점	157.2	160.7	170.8	196.3	206.3	254.1	270.3	252.7
공항점	154.8	178.0	239.6	243.8	213.8	231.7	259.7	244.8
호텔	48.7	55.0	64.1	62.9	58.0	61.1	72.5	67.6
생활레저	7.9	9.3	7.2	8.0	8.7	9.4	7.4	8.3
매출총이익	164.8	175.9	217.8	231.2	213.5	244.7	267.1	252.5
판매비	149.9	163.4	184.8	195.4	182.7	203.6	218.8	207.0
인건비	26.8	27.4	29.0	29.9	30.6	33.4	34.2	32.7
임차료	59.2	65.0	70.5	72.1	71.2	73.0	75.5	74.7
지급수수료	16.2	19.8	28.5	29.6	25.0	35.4	41.3	35.8
기타	47.8	51.3	56.8	63.8	55.9	61.9	67.8	63.7
영업이익	14.9	12.4	33.0	35.7	30.8	41.0	48.3	45.6
면세유통	11.3	3.8	20.4	29.7	26.0	34.4	35.5	38.3
호텔	1.9	5.9	9.2	2.3	2.5	4.7	10.4	4.5
생활레저	1.6	2.7	3.4	3.7	2.3	1.9	2.3	2.7
영업외손익	(0.8)	(3.6)	(11.8)	(6.3)	(3.2)	10.2	(5.6)	(6.3)
세전이익	14.0	8.8	21.2	29.5	27.6	51.3	42.7	39.2
순이익	11.8	5.6	16.5	22.2	21.0	39.0	32.5	29.8
매출 성장률	17.7	15.5	23.4	28.2	32.1	38.0	26.6	12.3
영업이익 성장률	(3.4)	(50.1)	37.0	134.3	107.2	229.8	46.3	27.5
순이익 성장률	22.8	(65.0)	1.4	165.8	77.6	602.5	97.0	34.5
매출총이익률	44.7	43.6	45.2	45.2	43.8	44.0	43.8	44.0
영업이익률	4.0	3.1	6.8	7.0	6.3	7.4	7.9	7.9
순이익률	3.2	1.4	3.4	4.3	4.3	7.0	5.3	5.2
입국자수	2,034,527	2,293,772	2,765,918	2,700,579	2,481,117	2,852,128	3,042,510	2,970,637
출국자수	3,228,329	2,935,554	3,502,358	3,027,492	3,370,068	3,224,868	3,712,499	3,209,142
원/달러	1,120	1,083	1,085	1,144	1,131	1,152	1,135	1,122
원/100 엔	1,362	1,327	1,393	1,480	1,428	1,437	1,442	1,412
원/위안	170	167	169	180	179	182	183	183

자료: 호텔신라, 한국관광공사, 한국은행 경제통계시스템, 한국투자증권

## 2. 2012년 실적과 향후 전망

올해 영업이익률은 전년대비  
2.0%p 상승한 7.4% 예상

2012년 매출액은 전년대비 26.2% 늘어난 2조 2,269원으로 예상된다. 외국인 입국객수가 전년대비 15.8% 증가하고, 내국인 출국자도 6.5% 늘어나 면세 유통과 호텔 매출액은 전년대비 각각 28.8%, 12.4% 늘어날 전망이다. 호텔신라의 영업이익은 외형 성장에 따른 레버리지 효과로 전년대비 72.5% 늘어난 1,656억원으로 예상된다. 매출의 85% 이상을 차지하는 면세 사업의 영업마진 개선으로 전체 사업부의 영업이익률은 7.4%로 전년대비 2.0%p 상승할 전망이다.

2013년부터 매출 다각화 시작  
한국관광공사 면세점 입찰과  
임차료 협상이 수익에 미치는  
영향 커

2013년부터 매출원이 해외 면세점과 비즈니스 호텔 등으로 다각화될 전망이다. 싱가포르 창이공항 면세점이 금년 12월부터 영업을 시작하고, 비즈니스 호텔도 2013년 말 동탄점 운영을 시작한다. 2012년 하반기에 인천공항공사는 한국관광공사가 인천국제공항에서 운영하던 면세점에 대한 입찰을 실시할 예정인데 호텔신라가 입찰에 성공할 경우 2013년 이후 면세점 매출의 추가적인 성장원이 될 것으로 예상된다. 인천공항 면세점 2년 연장 계약 관련 임차료는 금년 말 협상 예정인데 결과에 따라 2013년 이익이 달라질 전망이다(리스크 분석 참조).

〈표 5〉 연간 실적 추이

(단위: 십억원, %, %p)

	2009	2010	2011	2012F	2013F	2014F
매출액	1,213.3	1,451.1	1,764.3	2,226.9	2,555.7	2,897.9
면세유통	981.3	1,213.5	1,501.2	1,933.9	2,246.6	2,567.9
시내점	493.1	583.9	685.0	983.4	1,153.6	1,316.8
공항점	488.2	629.6	816.2	950.0	1,083.5	1,237.4
호텔	177.8	202.1	230.7	259.2	274.0	294.2
생활레저	54.2	35.5	32.4	33.7	35.0	35.9
매출총이익	542.1	657.7	789.6	977.8	1,124.4	1,273.3
판매비	488.0	563.6	693.6	812.1	909.4	1,007.9
인건비	91.7	107.3	113.0	130.8	143.5	161.9
임차료	182.2	204.2	266.8	294.4	321.7	337.9
지급수수료	56.7	67.5	94.0	137.5	167.8	199.3
기타	157.4	184.5	219.8	249.4	276.5	308.8
영업이익	54.5	79.7	96.0	165.6	215.0	265.5
면세유통	39.0	63.8	65.2	134.3	177.7	220.7
호텔	13.1	13.1	19.3	22.2	26.3	32.1
생활레저	2.0	2.3	11.4	9.2	10.9	12.7
영업외손익	(12.2)	(12.1)	(22.5)	(4.8)	(22.4)	(24.8)
세전이익	41.9	65.4	73.5	160.8	192.6	240.7
순이익	31.5	50.1	56.0	122.3	146.4	182.9
매출 성장률	38.7	19.6	21.6	26.2	14.8	13.4
영업이익 성장률	2.1	46.1	20.5	72.5	29.8	23.5
순이익 성장률	26.2	59.0	11.9	118.3	19.7	25.0
매출총이익률	44.7	45.3	44.8	43.9	44.0	43.9
영업이익률	4.5	5.5	5.4	7.4	8.4	9.2
순이익률	2.6	3.5	3.2	5.5	5.7	6.3
입국자수	7,817,533	8,797,658	9,794,796	11,346,392	12,360,768	13,349,629
출국자수	9,494,111	12,488,364	12,693,733	13,516,577	14,293,871	15,117,486
원/달러	1,276	1,156	1,108	1,135	1,091	1,091
원/엔	1,363	1,321	1,391	1,430	1,259	1,259
원/위안	187	171	172	182	178	178

자료: 호텔신라, 한국관광공사, 한국은행 경제통계시스템, 한국투자증권

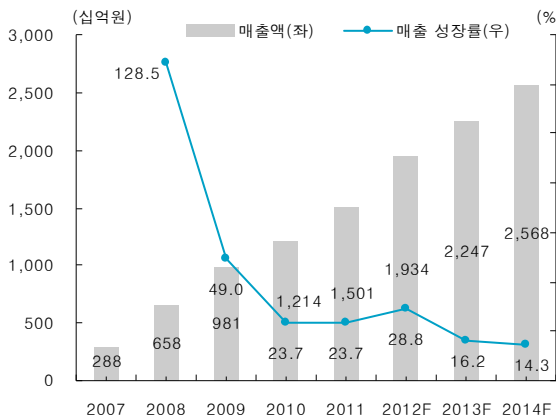
### III. 면세사업, 호황 지속될 전망

#### 1. 면세점 매출은 입출국객수 증가로 고성장

**2012년 면세점 매출  
전년대비 29% 증가할 전망**

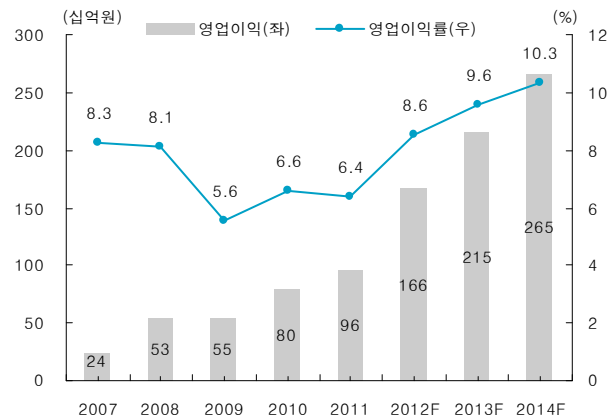
2012년 호텔신라의 면세점 매출은 1조 9,339억원으로 전년대비 28.8% 증가할 전망이다. 한국이 한류 효과 등으로 아시아 대표 관광지로 자리매김하면서 외국인 입국객수가 늘고 있기 때문이다. 상반기 외국인 입국객수는 전년동기대비 23.2% 증가했고 성장세는 하반기에도 이어지고 있다. 2012년 면세점 영업이익은 1,343억원으로 외형 성장과 협상력 증대에 따른 원가 절감, 임차료 고정에 따른 레버리지 효과 등으로 전년대비 105.9% 고성장이 예상된다.

[그림 8] 면세점 매출액과 증가율 추이와 전망



자료: 호텔신라, 한국투자증권

[그림 9] 면세점 영업이익과 영업이익률 추이와 전망

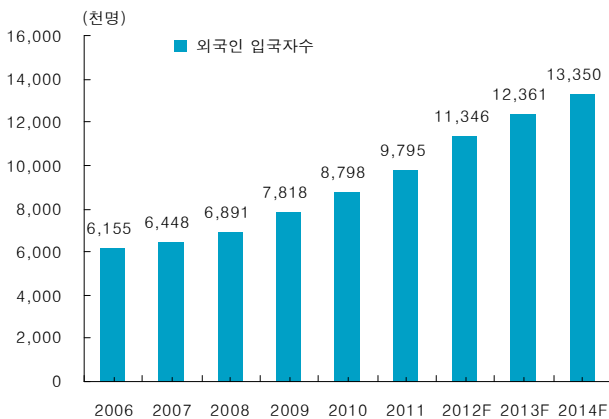


자료: 호텔신라, 한국투자증권

**금년 외국인 입국객수  
전년대비 16% 증가할 전망**

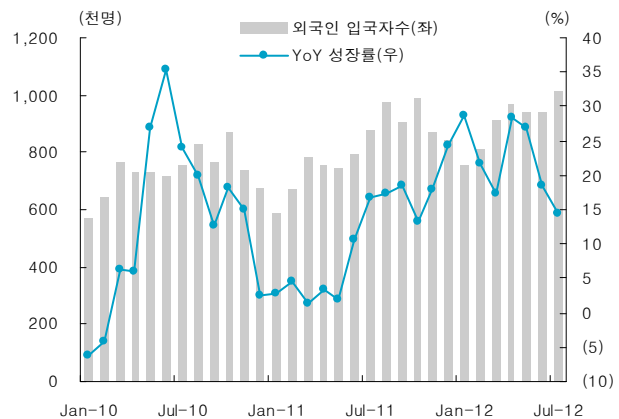
면세점 매출은 입출국자수 변화에 가장 큰 영향을 받는다. 2007년 645만명에 불과했던 방한 외국인수는 중국인 소득 수준 향상과 비자 발급 요건 개선, K-POP 등 한류 열풍, 일본 지진 수해 등으로 꾸준히 증가하고 있다. 금년 7월에는 월간 입국객수가 전년동월대비 14.4% 증가해 100만명을 돌파했다. 2012년 외국인 입국객수는 사상 최초로 1,000만명을 돌파한 1,135만명으로 예상된다. 2013년 이후에도 중국인 관광객수가 매년 10~15% 증가하고, 일본 관광객수도 4~5% 늘어나 외국인 입국객수 증가율은 꾸준한 성장세를 유지할 것으로 예상된다.

[그림 10] 연간 외국인 입국자수 추이와 전망



자료: 한국관광공사, 한국투자증권

[그림 11] 월간 외국인 입국자수와 전년동월대비 성장률 추이

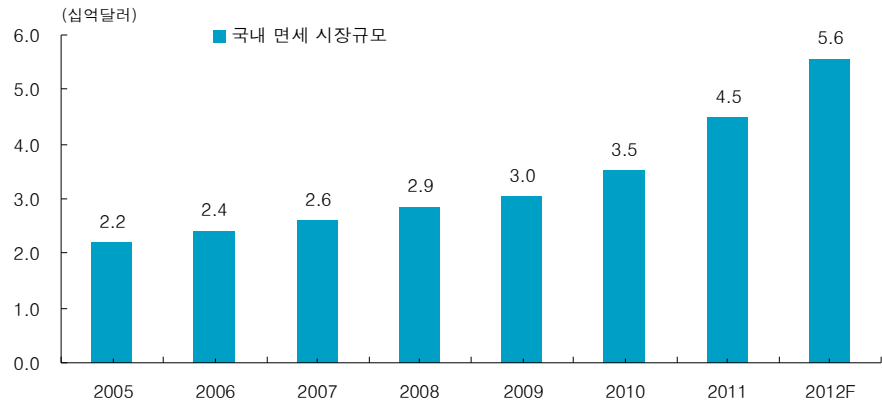


자료: 한국관광공사

**2012년 국내 면세 시장 규모  
전년대비 24% 증가한  
56억 달러 예상**

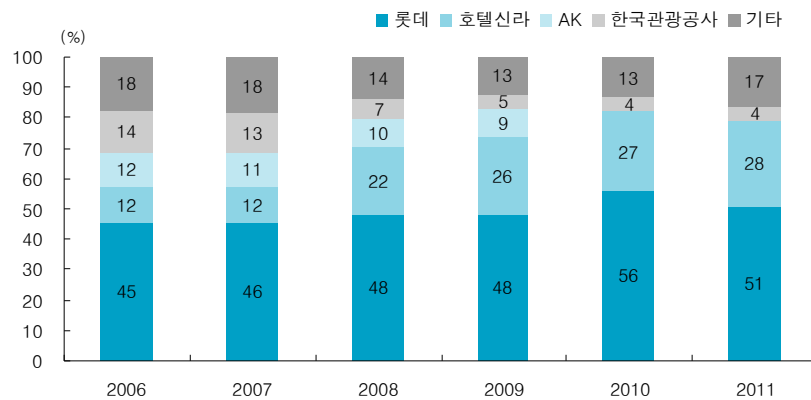
국내 면세 시장 규모는 2011년 전년대비 27% 고성장한데 이어 2012년에도 전년대비 24% 증가한 6조 3,000억원(56억달러)에 달할 것으로 전망하고 있다(관세청). 2012년 상반기 국내 면세점 매출은 3조 109억원이다. 국내 면세시장 점유율(2011년 기준)은 시내면세점 매출이 많은 롯데가 51%로 가장 높고, 호텔신라 점유율은 28%로 꾸준히 상승하고 있다.

[그림 12] 국내 면세 시장 규모 추이



자료: 관세청, 업계자료

[그림 13] 국내 면세시장 점유율 추이



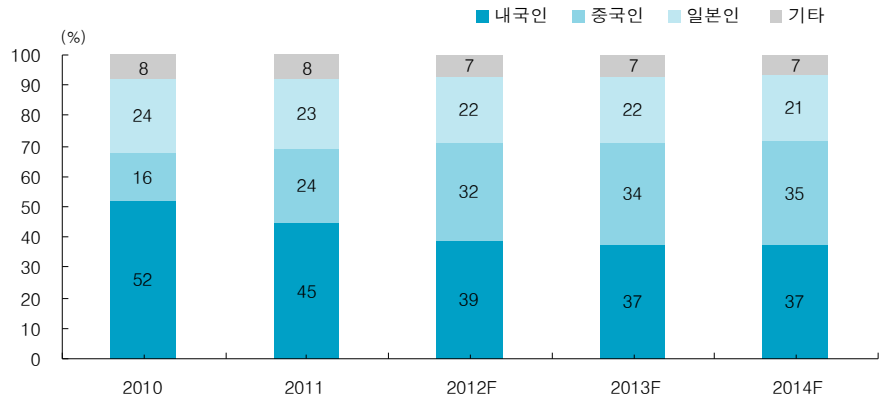
주: 2009년말 롯데가 AK를 인수하여 2010년 롯데 시장점유율에 AK 점유율 포함  
자료: 금융감독원 전자공시시스템, 관세청, 업계자료

## 2. 중국인 매출 비중 확대 지속 예상

### 2012년 중국인 면세점 매출비중 32%로 확대 전망

2011년 호텔신라의 면세 사업 매출 비중은 내국인 45%, 외국인 55%로 추정하는데, 금년 외국인 매출 비중은 61%로 커질 것으로 예상된다. 특히 중국인 면세점 매출 비중은 2010년 16%에 불과했으나 올해 32%로 확대될 전망이다. 호텔신라의 중국인 면세점 매출이 지속적으로 증가할 것으로 전망하는 근거는 다음 세가지다.

[그림 14] 호텔신라 면세점 국적별 매출 비중 추이와 전망



자료: 호텔신라, 한국투자증권

### 중국인 관광객 선점을 위해 공격적인 마케팅 진행

1) 정부가 중국인 비자 발급 절차를 대폭 간소화해 복수비자 및 무비자 발급대상을 확대했고 비자 유효기간을 연장하는 등 중국인 관광객을 늘리기 위해 노력하고 있다. 금년 8월부터 시행된 중국인 관광비자 관련 절차 간소화로 더 많은 중국인이 한국을 방문할 것으로 예상되며 호텔신라는 고객으로 유치하기 위해 현지 여행사를 대상으로 적극적인 마케팅을 펼치고 있다.

#### <표 6> 중국인 관광객 비자 완화

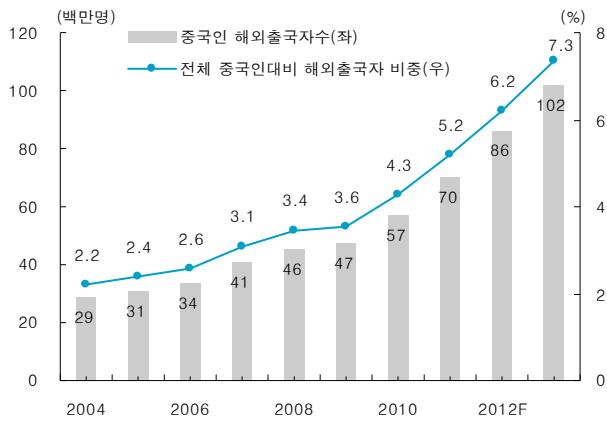
일자	내용
2005년 6월	한국 경유 중국인중 유럽 30개 국가 비자 소지자는 무비자 입국 허용
2006년 7월	중국인 관광객의 제주도 무비자 입국 허용
2009년 5월	의료 관광객 전용 비자신설
2009년 7월	중국인 관광객 비자 제출 서류 간소화
2010년 7월	중국인 복수 비자 발급 요건 대폭 완화
2012년 8월	관광비자 발급 대상 범위 확대, 비자 발급 절차 간소화 등

자료: 언론, 한국투자증권

### 중국인 해외 출국자수는 전체 인구대비 5.2%로 매우 낮아

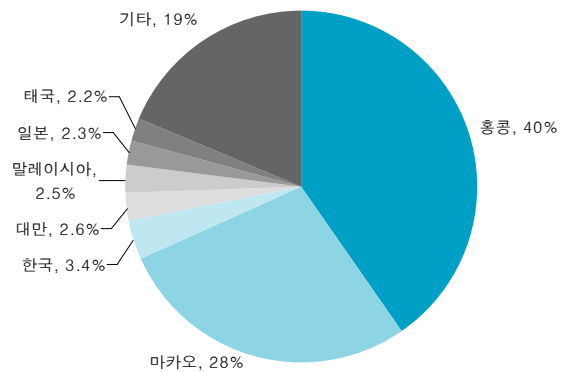
2) 2011년 중국인 해외 출국자수는 7,025만명으로 전체 인구의 5.2%에 불과하여, 한국인 25%, 일본인 13% 대비 상당히 낮다. 소득 수준 상승과 관광/레저/엔터테인먼트 수요 증가로 중국인들의 해외 여행이 보다 활발해질 것으로 기대된다. 우리는 2012년 전체 인구의 6.2%인 8,600만명의 중국인이 해외 여행을 할 것으로 예상한다. 2010년 중국인 해외 여행객의 2.5%가 한국을 방문했고 2011년에 3.4%로 확대됐다. 중국인은 먼 지역보다는 이웃국가로의 여행과 쇼핑을 선호해 한국 방문이 늘고 있기 때문이다.

[그림 15] 중국인 해외 출국자수와 전체 인구 대비 비율



자료: MF, 중국여유연구원 (China Tourism Academy), 한국투자증권

[그림 16] 중국인 해외 여행객들의 방문 국가 비중

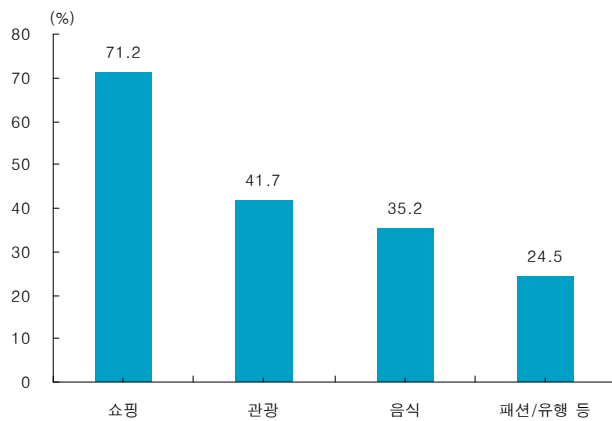


주: 2011년 기준  
자료: CEIC, 중국여유연구원

**중국인 관광객 객단가는 평균대비 78% 높아**

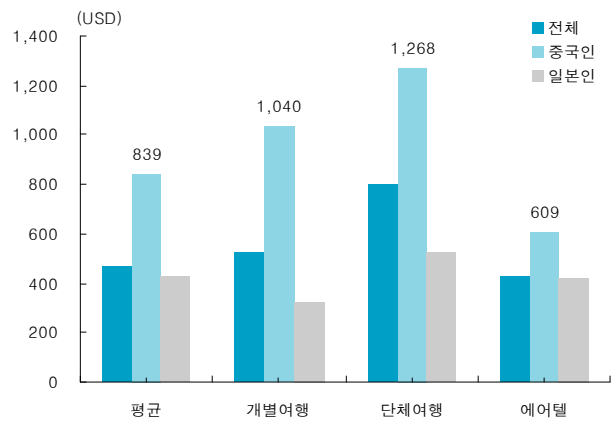
3) 2012년 2월, 문화체육관광부가 발간한 ‘2011 외래관광객 실태조사’에 따르면 중국인 관광객들의 1인당 쇼핑비는 839달러로 전체 평균 472달러에 비해 78% 높다. 호텔신라 면세점을 이용하는 중국인 객단가는 900~1,100달러 수준으로 추정되어 내국인(400달러 미만), 일본인(500달러 중반) 대비 높다. 중국인들이 쇼핑을 목적으로 한국을 방문하는 경우가 많기 때문으로 추정된다.

[그림 17] 중국인의 한국 방문시 고려 요인



주: 2011년 기준  
자료: 문화체육관광부

[그림 18] 외국인 여행객의 1인당 쇼핑비 비교



주: 2011년 기준  
자료: 문화체육관광부

### 3. 내국인 면세점 매출도 꾸준히 증가

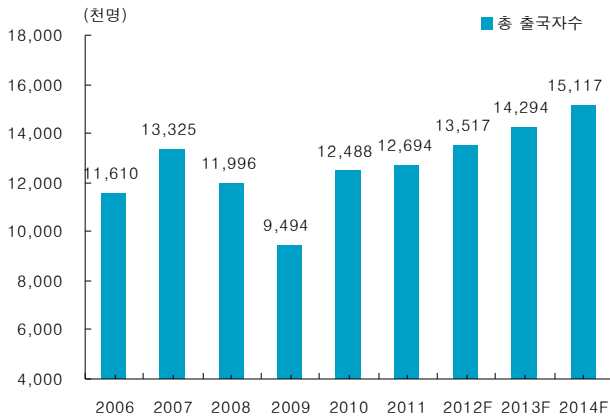
2012년 내국인 면세점 매출  
전년대비 10% 증가 예상

호텔신라의 내국인 면세점 매출은 전년대비 10.4% 증가한 7,460억원으로 예상된다. 올해 출국자수는 전년대비 6.5% 늘어난 1,352만명에 달할 것으로 기대되는데 이는 경기가 좋았던 2007년의 1,332만명을 상회하는 수치다.

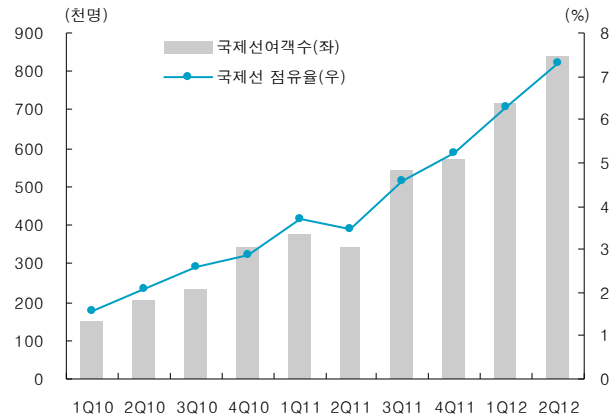
내국인 면세점 매출 성장 근거  
1) 저비용 항공사 이용 확대,  
2) 단기간 해외 여행객 증가

내국인 면세점 매출이 늘어날 것으로 예상하는 근거는 다음과 같다. 1) 저비용 항공사의 국제 노선 확대로 일본 등 근거리 해외 여행지 선택폭이 넓어지고, 해외 여행 비용도 저렴해지면서 내국인 해외 여행이 늘고 있다. 지난해 저비용 항공사를 이용한 해외 출국자수는 전년대비 98.1% 늘어난 193만명에 달했으며 성장세는 지속될 전망이다. 2) 주 5일 수업제가 올해 3월부터 전국 초·중·고등학교에서 전면적으로 시행되며 주말을 이용해 단기간 해외 여행을 즐기는 가족단위 여행객이 늘면서 면세점 이용객도 더불어 증가할 전망이다.

[그림 19] 내국인 출국자수 추이와 전망



[그림 20] 저비용 항공사 국제선 여객수 및 점유율 추이



자료: 한국관광공사, 한국투자증권

자료: 국토해양부

<표 7> 세계 공항 순위(2011년 이용객수 기준)

순위	공항	국가	지역	Passenger (백만명)	% YoY
1	아틀란타 하츠필드 공항	미국	미주	92.4	3.3
2	북경 수도 공항	중국	아시아	77.4	4.5
3	런던 히드로 공항	영국	유럽	69.4	5.1
4	시카고 오페어 공항	미국	미주	66.6	(0.5)
5	도쿄 하네다 공항	일본	아시아	62.3	(3.0)
6	LA 국제공항	미국	미주	61.8	4.6
7	파리 샤를드골 공항	프랑스	유럽	61.0	4.6
33	인천국제공항	한국	아시아	35.2	4.5

자료: Airport Council International

### 4. 명품 구매 채널로서의 가치

면세점 명품 소비 증가의  
수혜 기대

호텔신라는 명품 소비 증가의 수혜가 기대된다. Bain & Company에 의하면 세계 명품 매출의 50% 이상이 여행/면세 채널에서 발생하는 것으로 추정되는데, 면세점은 세금이 붙지 않아 일반가보다 저렴한 가격에 명품을 구입할 수 있어 실용적인 소비자들의 주된 구매 채널로 자리잡고 있다. 2011년 하반기 이후 글로벌 경기 침체 등으로 외형 성장률이 둔화되면서 주가도 하락했으며, 국내 백화점 업체들의 매출도 전년동기대비 감소하거나 낮은 성장에 그치고 있지만, 호텔신라의 면세점 매출은 높은 성장세를 보이고 있다.

**외국인들에게 한국 면세점이  
품목도 다양하고, 가격도  
저렴한 것으로 알려져**

소비자들이 명품을 구입하는 채널은 크게 3가지로 구분된다. 1) 백화점이나 시내 명품 매장, 2) 공항이나 시내 면세점, 3) 해외 현지 매장이거나 면세점 등이다. 특히, 우리나라 면세점 명품 매장은 품목이 다양하고, 해외 면세점에 비해 가격이 낮은 것으로 알려져 있어 내국인뿐만 아니라 중국인 등 외국인들도 한국 면세점에서의 명품 구입을 선호하는 것으로 추정된다. 참고로 호텔신라 면세점 품목별 매출 비중은 향수와 화장품 30%, 패션/잡화(가방, 신발 포함) 30%, 시계와 보석 15% 등이다.

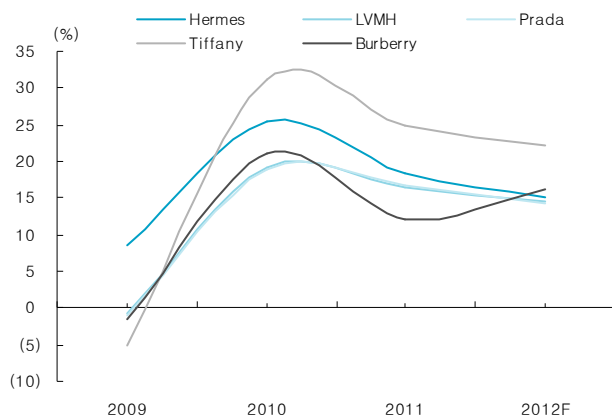
**루이비통 공항 면세점의  
집객효과**

호텔신라는 2011년 9월 세계 최초로 루이비통을 공항 면세점에 입점시키는데 성공했다. 인천공항공사에 따르면 루이비통 공항점은 일평균 매출 2~3억원을 기록하고 있어 금년 매출액은 1,100억원 이상으로 예상된다. 루이비통 입점은 직접적인 매출 증가 효과 외에도 집객 효과로 주변 매장의 매출에도 긍정적인 영향만 아니라 글로벌 면세시장에서 호텔신라의 브랜드 인지도를 크게 높였다.

**명품 시장이 커짐에 따라  
면세점 매출도 확대**

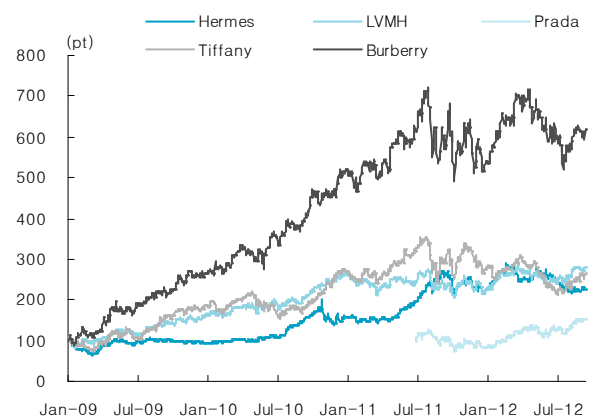
글로벌 명품 시장은 실물 경기의 영향을 받겠지만 성장을 지속할 전망이다. 1) 명품 소비가 중산층, 젊은 세대로 확대되어 대중화되고 있으며, 2) 중국을 비롯한 신흥국가의 명품 소비가 빠른 속도로 성장하고 있기 때문이다. 명품 시장 규모 확대에 따라 호텔신라 면세점도 주요한 판매 채널로서 수혜를 누릴 것으로 예상된다.

[그림 21] 글로벌 명품 업체들의 전년대비 매출 성장률 추이



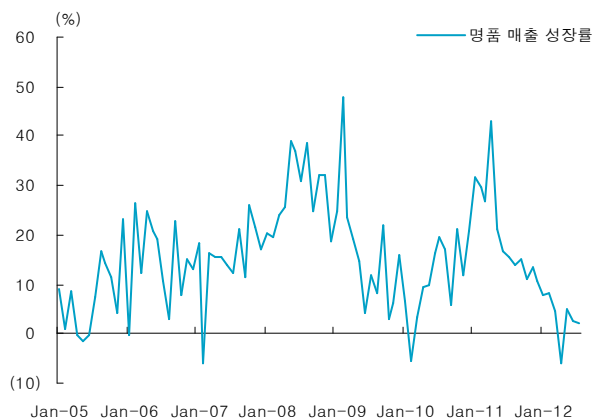
자료: 블룸버그

[그림 22] 글로벌 명품 업체들 주가 추이



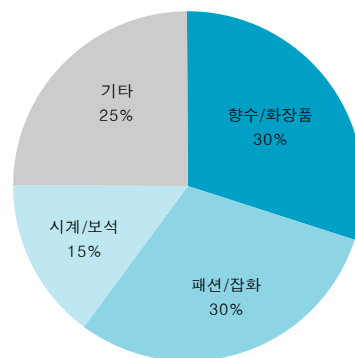
자료: 블룸버그

[그림 23] 백화점 명품 매출 성장률 추이



자료: 지식경제부

[그림 24] 호텔신라 면세점 품목별 매출 비중



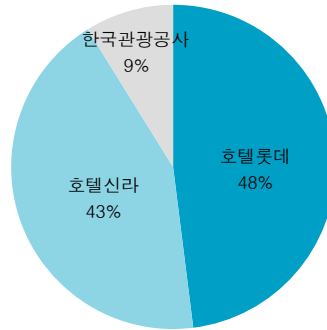
자료: 호텔신라, 한국투자증권

한국관광공사 운영 부지의  
신규 사업자로 선정되면  
2013년 면세점 매출  
기존 전망대비 8% 증가

### 5. 공항 면세점의 매출 추가 증가 가능

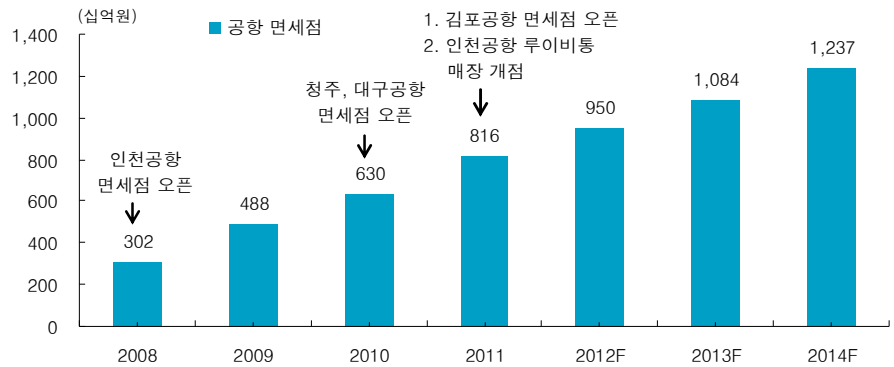
2012년 호텔신라의 공항점 매출은 9,500억원으로 전년대비 16.4% 증가할 전망이다. 이는 전체 면세점 매출의 49% 수준이다. 현재 인천공항내 면세 사업자는 호텔신라, 호텔롯데, 한국관광공사 총 3개 업체다. 한국관광공사는 정부의 공기업 선진화 방침에 따라 2013년 2월 임대 계약 만료 시 면세 사업에서 철수할 계획임을 밝혔다. 한국관광공사는 전체 매장의 16% 부지에서 국산품 위주로 판매하며 지난해 1,920억원의 매출을 기록했다. 호텔신라가 한국관광공사 부지의 새 사업자로 선정되면 롯데를 제치고 인천공항 1위 면세업자가 될 수 있고, 2013년 면세점 매출은 기존 추정치대비 8% 늘어날 것으로 예상된다. 9월에 공식 입찰 공고가 나오고 10~11월경에 사업자 선정 결과가 발표될 전망이다.

[그림 25] 인천 공항 면세 사업자 점유율



주: 2012년 1~5월 매출 기준  
자료: 인천국제공항공사, 언론

[그림 26] 호텔신라의 공항 면세점 매출 추이와 전망



자료: 호텔신라, 한국투자증권

<표 8> 공항별 면세 매출 순위 (2011년)

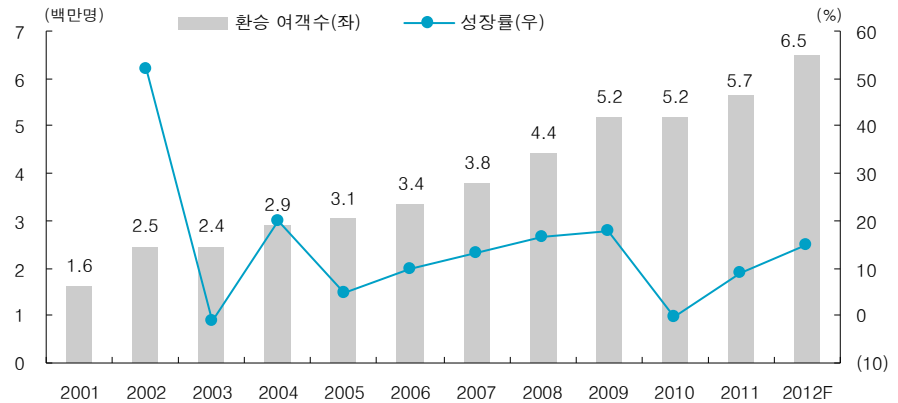
면세점	도시/국가	연간 매출 규모
1 인천 국제공항 면세점	인천/한국	
2 두바이 국제공항 면세점	두바이/아랍에미레이트	10 억달러 이상
3 히드로 국제공항 면세점	런던/영국	
4 창이공항 면세점	싱가포르	
5 홍콩 국제공항 면세점	홍콩	6 억달러 이상
6 샤를드골 공항 면세점	파리/프랑스	
7 프랑크푸르트-마인공항 면세점	프랑크푸르트/독일	5 억달러 이상
8 방콕국제공항 면세점	방콕/태국	
9 스키폴공항 면세점	암스테르담/네덜란드	
10 과롤루스 국제공항 면세점	상파울루/브라질	4 억달러 이상

자료: TWFA

**인천공항 환승객 증가로  
공항면세점 직접적 수혜**

정부는 인천국제공항을 동북아 허브로 키우기 위해 적극적인 지원과 마케팅 활동을 펼쳐 인천을 경유하는 항공사가 많아지면서 환승여객수가 늘어나고 있다. 환승여객이 늘어나면 공항 이용자가 증가해 공항 면세점은 직접적인 수혜를 누릴 수 있다.

**[그림 27] 환승 여객수 추이와 전망**

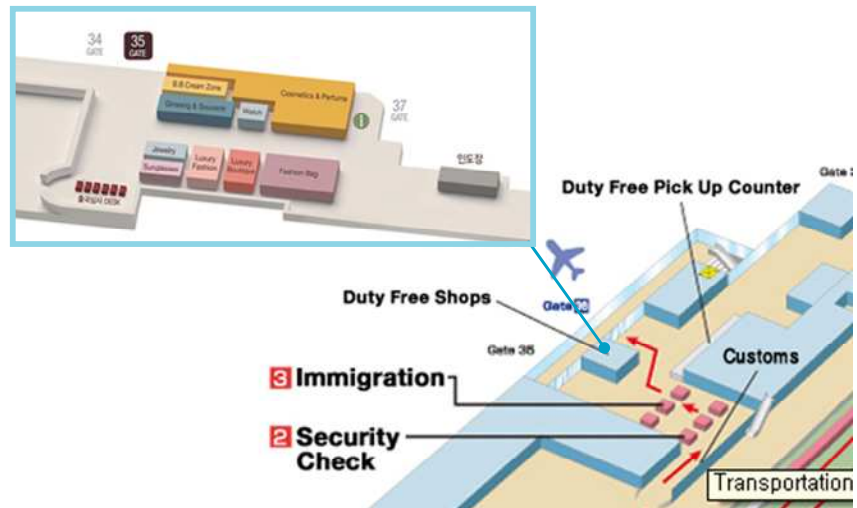


자료: 인천국제공항공사, 언론

**김포공항 국제선 노선 추가로  
화장품 등 수요 증가 기대**

호텔신라는 2011년 5월 김포공항 면세점에 입점할 때 화장품, 향수, 잡화를 판매하는 A구역 사업권을 확보했다. 화장품과 향수는 주류, 담배 등에 비해 상대적으로 명품 브랜드가 많고 영업마진도 높은 편이다. 지난해 김포공항 국제선에 일본 노선 외에 상해, 북경 등 중국 노선이 추가되며 김포공항 면세점 수요도 늘고 있어 매출 상승으로 이어질 전망이다.

**[그림 28] 신라면세점 김포공항점**



자료: 호텔신라, 김포공항

## 6. 면세 사업의 해외 진출

### 1) 해외 공항 면세점 입점

#### 싱가포르 창이공항에 2013년에 2개의 면세점 운영

2012년 8월 호텔신라는 싱가포르 창이공항 제3터미널에서 금년 12월부터 향후 3년간 패션 매장을 운영할 수 있는 권리를 획득했고 9월에 두 번째 운영권을 획득해 2013년에 2개의 해외 공항 면세점을 운영하게 됐다. 싱가포르 창이공항은 아시아 3대 공항 중 하나로 지난해 이용객수는 4,700만명이었다. 2013년 창이공항 면세점 매출은 95억원으로 예상된다. 공식적으로 확정되지 않았지만 영국의 글로벌 유통 전문지 ‘무디리포트(The Moodie Report)’에 따르면 1호점은 프라다 혹은 MCM 브랜드가 유력하고 2호점은 기존의 보테가 베네타 브랜드를 유지할 계획이다. 먼저 해외 시장에 진출한 롯데면세점은 싱가포르 패션매장에서 향후 5년간 600억원 이상의 매출을 기대하고 있다고 밝혔다.

〈표 9〉 국내 면세 사업자의 해외 면세점 진출 현황

업체	국가	공항	규모	개점일	주요 품목
호텔신라	싱가포르	창이공항 제 3 터미널	123m <sup>2</sup>	2012년 12월 예정	패션 매장
	싱가포르	창이공항 제 3 터미널	33m <sup>2</sup>	2013년 1월 예정	패션 매장
호텔롯데	인도네시아	수카르노하타 공항	900m <sup>2</sup>	2012년 2월	향수, 화장품, 주류 등
	싱가포르	창이공항 제 2 터미널	80m <sup>2</sup>	2012년 5월	토산품 매장
	싱가포르	창이공항 제 1 터미널	300m <sup>2</sup>	2012년 11월	패션 매장

자료: 각사, 언론자료

#### 해외 면세 사업 확대 적극 추진할 계획

호텔신라는 금년 상반기 홍콩, LA공항 면세 사업자 입찰에서 탈락하며 글로벌 업체들의 높은 벽을 실감했지만, 이번 싱가포르 공항 면세점 입점을 시작으로 추가적인 해외 면세점 입찰에 적극적으로 참여해 해외 공항 면세점에 진입하겠다는 계획이다. 우리는 호텔신라가 거대 글로벌 면세 사업주들과의 치열한 경쟁 환경에서도 해외 공항 면세점 시장에서 성공할 가능성이 충분하다고 판단한다. 근거는 다음 네 가지다.

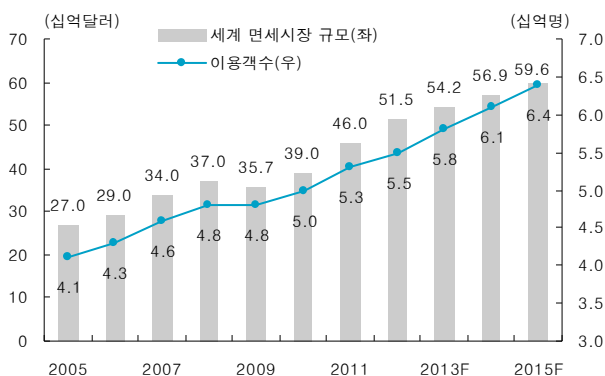
#### 1) 인천 공항의 위상, 2) 루이 비통 효과, 3) 창이공항 입점 성공, 4) 아시아 면세사업자

1) 인천 공항이 세계 1위 면세 매출 공항으로 올라서면서 면세 사업자인 호텔신라의 위상도 상승했으며, 운영 노하우도 충분히 확보했다. 2) 삼성그룹계열사로서 2011년 9월 세계 최초로 공항 면세점에 루이비통을 입점시켜 글로벌 면세 시장에서 프리미엄 브랜드로서의 인지도가 높아졌다. 3) 싱가포르 창이공항 면세점 입점으로 해외 공항 면세점 시장 진입에 성공해, 추가 진출은 상대적으로 수월할 전망이다. 4) 아시아 면세 시장이 급성장해 2011년에는 유럽 면세 시장 규모를 상회했다. 아시아 면세 사업자로서 한중일에 대한 이해도가 높다.

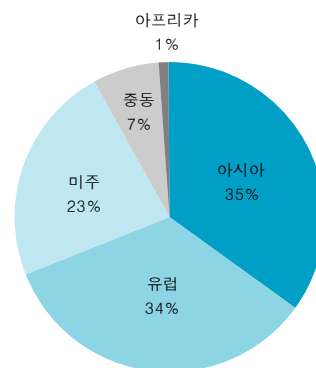
#### 2015년 글로벌 면세시장 규모 596억달러 예상

글로벌 면세 시장 규모는 국가간 이동 증가로 지속 확대될 전망이다. 이머징 국가, 특히 중국인 여행객의 증가로 2015년 세계 면세 시장 규모는 596억달러에 달할 것으로 예상된다.

[그림 29] 글로벌 면세시장 규모와 이용객수 추이와 전망



[그림 30] 글로벌 면세 시장의 대륙별 비중



자료: BCG, 국제항공 수송협회, 한국투자증권

주: 2011년 기준  
자료: Generation Research

**상위 글로벌 면세 사업자간  
점유율 격차 크지 않아**

호텔신라의 글로벌 면세 시장 점유율(2010년 기준)은 2.7%로 세계 10위다. 1위 사업자는 DFS로 시장점유율이 9.2%다. 호텔신라는 국내 면세점 매출만으로 세계 시장의 2.7%를 점유해 해외 시장 진출이 확대되면 상위 글로벌 면세 사업자로 빠르게 부상할 전망이다.

**<표 10> 글로벌 면세업자 순위**

(단위: 백만달러)

순위	회사	매출액
1	DFS	2,800
2	Dufry	2,774
3	Lagardere Services Travel Retail	2,650
4	Autogrill (면세사업부문)	2,221
5	Lotte Duty Free	2,000
6	The Nuance Group	1,945
7	Gebr Heinemann	1,325
8	Dubai Duty Free	1,270
9	Aer Rianta International(ARI)	1,264
<b>10</b>	<b>호텔신라</b>	<b>1,100</b>

주: 2010년 매출액 기준  
자료: The Moodie Report Research

**2) 또 하나의 해외 면세 사업- 화장품 유통 사업**

**화장품 유통 사업은  
중화권 대상으로  
동남아 시장에 우선 진출**

호텔신라는 2011년 9월 마카오 베네시안 호텔에 중화권 관광객을 대상으로 하는 화장품 매장 ‘스위트메이(Sweetmay)’를 오픈했다. 화장품 유통 사업은 신규 사업이자 해외 진출의 한 방안으로 33여개의 브랜드 제품을 판매하고 있다. 스위트메이 1호점 월매출은 2~3억원 수준이다(매출 구분은 시내 면세점에 포함). 2호점은 홍콩, 마카오 지역 위주로 검토 중이며 이들 지역에서 자리를 잡으면 중국 내륙으로 사업을 확대할 예정이다. 현재 회사는 스위트메이 추가 지점 오픈을 위해 부지 확보를 진행하고 있다.

[그림 31] 스위트메이(Sweetmay) 1호점 전경



자료: 호텔신라

[그림 32] 스위트메이 소개

구분	설명
브랜드명	스위트메이(Sweetmay)
분류	화장품 멀티숍
판매상품	한스킨, 보브, 바닐라코, 참존 등 33개 브랜드의 화장품/향수
스위트메이 1호점	소개
위치	마카오 베네시안호텔 내 쇼핑단지
개점일	2011년 9월 8일
규모	약 198㎡ (60평)

자료: 호텔신라, 한국투자증권

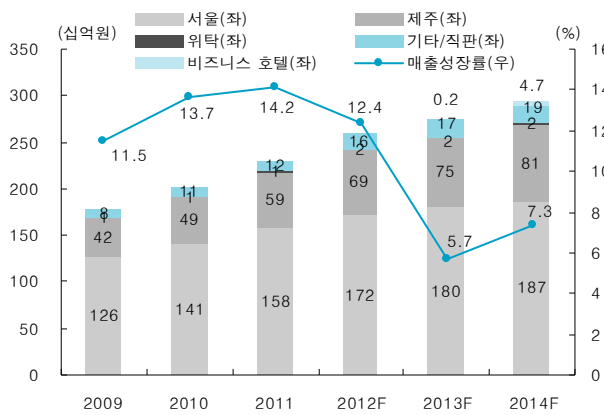
## IV. 호텔 사업 다각화로 실적 업그레이드

### 1. 외국인 관광객 증가로 호텔 사업 호조

#### 호텔 사업 다각화로 외형 성장과 마진 개선

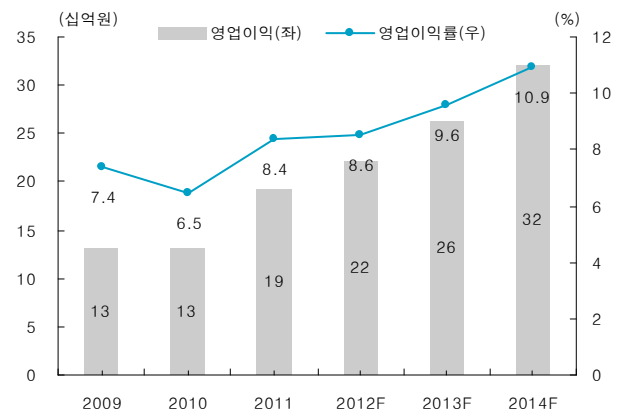
2012년 호텔 부문 매출과 영업이익은 전년대비 각각 12.4%, 14.6% 성장한 2,592억원과 222억원으로 예상된다. 내외국인 관광객 증가로 서울 호텔과 제주 호텔의 실적이 호조이기 때문이다. 2011년 호텔 사업이 전체 매출에서 차지하는 비중은 13%였다. 호텔신라는 기존 자가 소유 호텔 외에 비즈니스 호텔과 럭셔리 호텔 위탁 운영 등으로 호텔 사업을 다각화해 외형 성장과 더불어 수익성 개선을 추구하고 있다.

[그림 33] 호텔 부문 매출액과 증가율 추이와 전망



자료: 호텔신라, 한국투자증권

[그림 34] 호텔 부문 영업이익과 영업이익률 추이와 전망

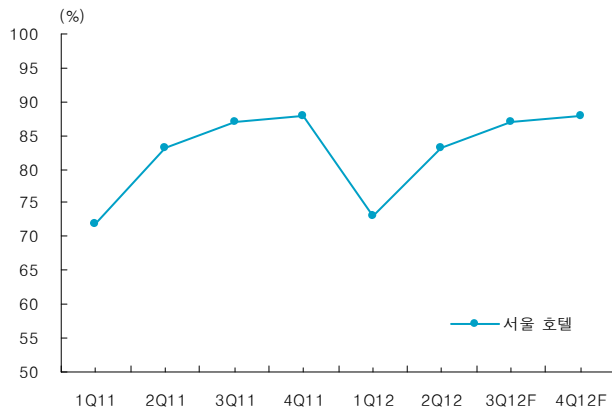


자료: 호텔신라, 한국투자증권

#### 관광객 증가로 호텔 투숙률과 객단가 꾸준히 상승

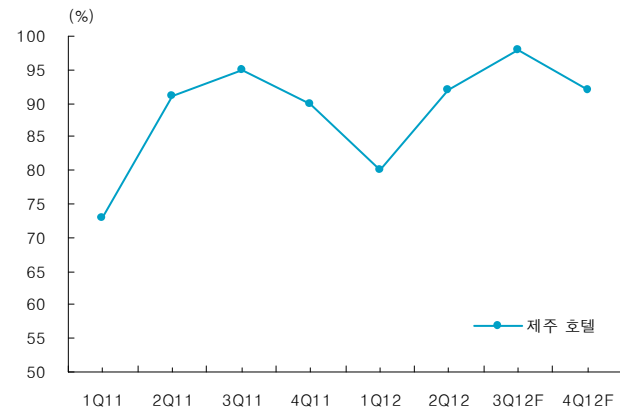
호텔사업의 2011년 영업이익률은 2010년 6%에서 8%대로 상승했다. 관광객 증가로 객실 수요가 늘면서 투숙률과 객단가가 상승했기 때문이다. 수요 증가에 따라 투숙률을 높이기 위해 할인하지 않아도 되고, 객실 이용료를 인상할 수 있다. 서울 호텔의 투숙률은 2007~2008년 약 75%에서 2009년에 83%, 2011년에는 85%로 꾸준히 상승한 것으로 추정된다. 손익분기점 투숙률은 약 70%다. 서울 호텔의 객단가는 2010년 약 25만원에서, 2011년에는 20만원 후반에서 30만원 수준으로 상승했다. 제주 호텔의 경우 내외국인 관광객 증가로 2011년 3분기에는 투숙률이 95%에 달할 정도로 영업이 호조였고, 객단가도 패키지 상품 인기 등으로 2010년 30만원대에서 40만원대로 상승했다.

[그림 35] 서울 호텔 투숙률 추이와 전망



자료: 호텔신라, 한국투자증권

[그림 36] 제주 호텔 투숙률 추이와 전망



자료: 호텔신라, 한국투자증권

**제주 호텔 2012년 매출  
전년대비 18% 증가 예상**

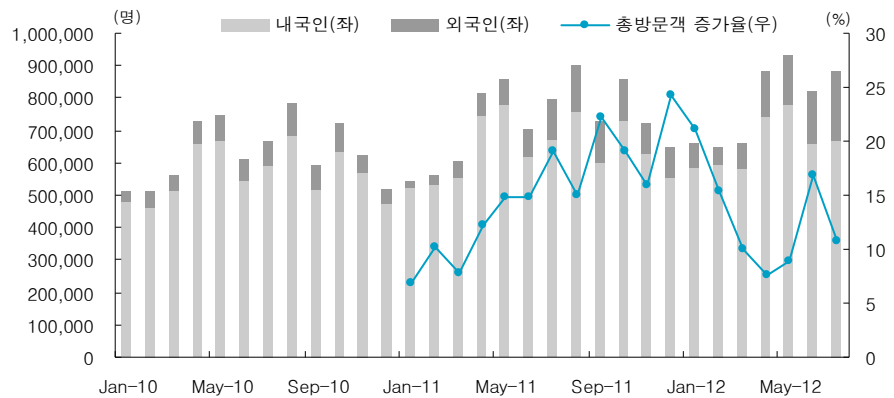
제주 호텔의 2012년 매출은 전년대비 17.5% 늘어나 고성장이 지속될 전망이다. 제주도를 찾는 외국인 관광객이 증가하고 있고, 주말에 제주도를 방문하는 내국인 여행객이 늘고 있기 때문이다.

**<표 11> 제주 지역 호텔 현황**

호텔명	회사명	객실수(개)	등록일
제주 신라호텔	호텔신라	429	1990. 6
롯데호텔 제주	호텔롯데	500	2000. 3
하얏트리젠시 제주	호텔서교하얏트리젠시 제주	224	1985. 1
스위트호텔 제주	교원더스위트 호텔제주	90	1994. 6
제주그랜드호텔	오라관광	512	1981. 7
제주오리엔탈호텔	삼광개발	313	1988. 8
제주 KAL 호텔	대한항공 제주갈호텔	282	1974. 3
더호텔 제주	지앤엘	202	1982. 3
제주퍼시픽호텔	금자담	177	1991. 7
라마다프라자 제주호텔	더케이제주호텔	380	2003. 6
서귀포 KAL 호텔	대한항공서귀포 KAL 호텔	225	1985. 12
해비치호텔	해비치리조트	288	2007. 5

자료: 문화체육관광부 관광산업국

**[그림 37] 제주도 방문객수 추이**



자료: 제주특별자치도관광협회

**2. 비즈니스 호텔은 중장기 성장원**

**‘신라 스테이’ 브랜드로  
비즈니스 호텔 위탁운영**

호텔신라는 비즈니스 호텔을 ‘신라 스테이’라는 서브네임으로 운영할 계획이다. 투자자들이 건물을 지으면, 호텔신라가 운영하고 수수료를 받는 ‘위탁운영’을 기본으로 하고, 사업성 등을 판단해 일부는 직접 운영하는 것도 고려하고 있다. 현재 동탄, 역삼 지역에 비즈니스 호텔 운영을 확정했고, 홍대 인근 지역 등은 논의 중으로 2014년에는 3개의 비즈니스 호텔을 운영할 예정이다. 호텔신라는 위탁운영을 기본으로 비즈니스 호텔 사업을 추진할 계획이어서 투자 리스크를 최소화하며 호텔 운영 규모를 빠르게 확대할 수 있을 전망이다.

**비즈니스 호텔은 영업비용이  
적어 수익성이 높아**

비즈니스 호텔 사업의 성장성과 수익성은 높을 것으로 예상된다. 비즈니스 호텔은 해외 관광객 증가로 숙박시설이 부족하고, 저렴한 숙소를 찾는 여행자가 늘고 있어 수요는 충분하다. 비즈니스 호텔은 인건비, 실내 인테리어 외 기타 유지비 등 영업비용이 특급호텔대비 크게 적어 수익성이 높다. 특급 호텔의 영업이익률은 5% 수준(2011년 호텔신라의 호텔부문의 영업이익률 8.4%)인데 반해 중저가 호텔의 마진은 15~20%로 높다. 호텔신라의 비즈니스호텔 점당 매출액과 영업이익은 각각 15~20억원, 10~15억원으로 예상된다.

〈표 12〉 비즈니스 호텔 사업에 진출한 업체

회사	비즈니스호텔 브랜드	1호점 오픈
호텔신라	신라스테이	2013년 말
호텔롯데	롯데시티호텔	2009년
메리어트	코트야드바이 메리어트	2009년 9월
하나투어	센터마크호텔	2012년 11월
모두투어	제주 로베로호텔/아벤처리 종로 관광호텔	제주(2012년 4월 인수), 아벤처리(2012년 9월)

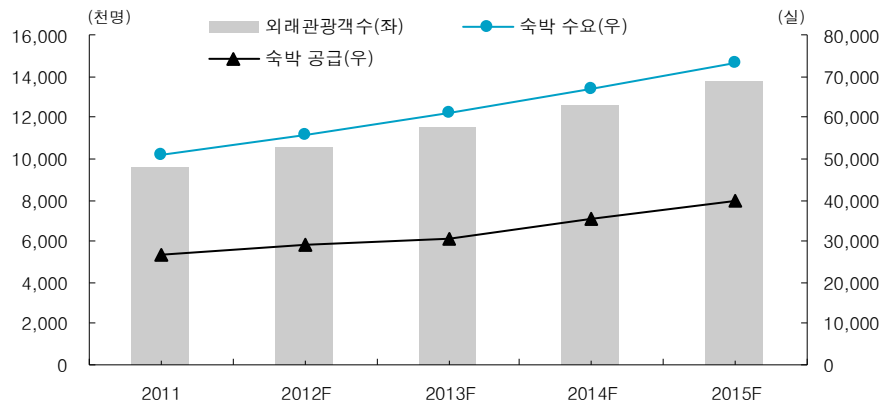
자료: 각사, 언론

〈표 13〉 호텔신라의 위탁 운영이 확정된 비즈니스 호텔

지역	위치	소유주	완공예정	예상객실수	규모
동탄점	경기도 화성시 반송동	아시아갤럭시 사모부동산투자	2013년 9월	294실	연면적 24,894 m <sup>2</sup> (지하2층/지상29층)
영동점	서울시 강남구 역삼동	KT	2014년	300실	연면적 32,295 m <sup>2</sup> (지하6층/지상14층)

자료: 호텔신라, 언론

〈그림 38〉 서울 지역 호텔 객실수 수급 전망



자료: 서울시 보도자료

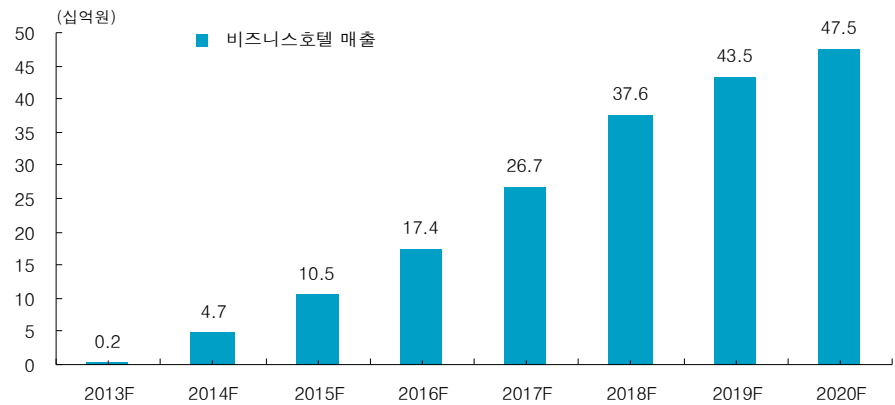
**2014년 비즈니스 호텔 매출 47억원 예상**

2014년 호텔신라의 비즈니스 호텔 매출은 47억원으로 예상된다. 1박당 비즈니스 호텔 사용료를 15만원, 평균 객실수 300개, 가동률 85%로 가정하고 호텔신라의 브랜드 인지도, 노하우 등을 감안해 위탁운영에 따른 수수료를 매출액의 15%로 가정했다. 신라스테이 1호점이 될 ‘동탄점’은 객실수 294실, 영동점은 300실로 오픈할 예정이다.

**2020년까지 비즈니스 호텔을 20~30개로 늘릴 계획**

호텔신라는 2020년까지 비즈니스 호텔을 20~30개로 늘리겠다는 계획이다. 운영하는 호텔을 24개로 가정하면, 2020년 비즈니스 호텔 매출이 475억원으로 증가해 의미 있는 수익원으로 자리잡을 전망이다. 호텔신라는 중국 소주호텔을 위탁운영하면서 향후 수익이 일정 수준 이상으로 상승하면 수수료율을 인상하기로 계약한 바 있다.

[그림 39] 비즈니스 호텔 연간 매출 전망



자료: 한국투자증권

### 부산 해운대에 2016년부터 럭셔리 호텔 위탁운영 개시

### 3. 럭셔리 호텔 위탁운영 사업

지난 8월 24일 호텔신라는 2016년 부산 해운대에 설립 예정인 해운대 관광리조트 내 호텔을 위탁 운영하기로 했다고 발표했다. 서울과 제주 호텔처럼 럭셔리 호텔로 운영할 계획으로 객실수는 400실 정도로 예상된다. 서울, 제주와 더불어 외국인 관광객이 많이 찾는 부산에 '신라호텔' 브랜드의 호텔 경영을 통해 수익 창출 외에 인지도 상승을 기대할 수 있다.

## V. 리스크 분석

### 1. 인천공항 면세점 임차료 인상 가능성

2013년 2월말 1차 계약기간  
5년 만료로 금년말 2년 연장  
계약 관련 협상 예정

호텔신라는 2008년 3월에 인천국제공항에 면세점을 입점하면서 5년간(1회에 한해 2년 연장 가능)의 임차 계약을 했다. 계약기간이 2013년 2월까지로 금년 말에는 인천국제공항공사와 연장계약 관련 임차료 협상을 해야 한다. 임차료는 면세점 사업에서 발생하는 매출에 품목별 요율을 적용한 금액과 최소 보장액 중에서 큰 금액으로 지급한다. 지금까지는 임차료가 최소 보장액 선에서 지급되었을 것으로 추정되는데 연말 협상에서는 요율 현실화와 최소 보장액 조정 등이 논의될 전망이다.

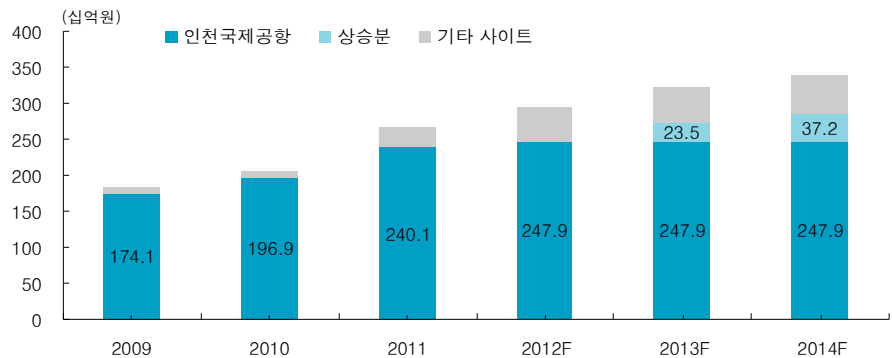
호텔신라는 임차료 인상  
가능성을 낮게 보고 있음

호텔신라는 임차료가 인상되지 않을 것으로 예상하고 있다. 근거는 1) 이익을 창출한 1기 사업자들도 계약 연장 시 임차료가 인상되지 않았다. 호텔신라, 호텔롯데, AK 등 인천공항 2기 면세 사업자들은 금융위기에 따른 출국자수 감소, 임차료 부담 등으로 수익성이 낮았다. 2) 인천공항의 임차료는 타 공항 대비 높은 수준으로 알려져 있는데, 임차료가 인상될 경우 이를 감당할 수 있는 면세 사업자가 별로 없다.

우리는 보수적인 관점에서  
임차료 인상 가정해 실적 전망

그러나, 우리는 보수적으로 임차료가 2013년 10%, 2014년 15% 인상되는 것으로 가정해 실적을 전망했다. 입출국자수 증가로 인천공항 면세점 매출이 고성장을 지속해 인천국제공항공사가 임차료 인상을 강하게 요구할 것으로 예상되기 때문이다.

[그림 40] 임차료 추이와 전망



자료: 호텔신라, 한국투자증권

임차료 고정시  
2013년 EPS 12.2% 증가

연장 계약 2년간 임차료가 금년 수준에서 결정될 경우 2013년 EPS는 기존 전망치 3,719원 대비 12.2% 증가할 전망이다.

<표 14> 임차료 인상률에 따른 2014년 EPS 민감도

(단위: 원, %)

2014년 EPS 민감도

인상률	0%	5%	10%	15%	20%
EPS	4,173	3,934	3,719	3,455	3,216
변화율(%)	12.2	5.8	0.0	(7.1)	(13.5)

2014년 EPS 민감도

임차료 인상률	0%	면세 부문 매출 성장률			
		12%	14%	16%	18%
0%	2.1	6.9	12.2	16.6	21.5
5%	(4.3)	0.5	5.8	10.2	15.0
10%	(10.8)	(5.9)	0.0	3.8	8.6
15%	(17.2)	(12.4)	(7.1)	(2.7)	2.2
20%	(23.6)	(18.8)	(13.5)	(9.1)	(4.3)

자료: 한국투자증권

## 2. 서울 호텔 리노베이션 검토

서울 호텔 리노베이션이  
서울 면세점 매출에 미치는  
영향은 제한적

언론 등을 통해 2013년에 서울 호텔의 리노베이션 추진이 알려졌다으나 아직 일정과 투자금액 등이 결정되지 않았다. 리노베이션이 확정될 경우 약 6개월 동안 총 460개 객실을 업그레이드할 예정이다. 서울 호텔의 2013년 예상 매출액은 1,799억으로 절반이 발생하지 않을 경우 전체 매출액이 기존 전망치대비 3.5% 감소할 것으로 예상된다. 공사기간 동안 통상임금의 약 60% 수준의 인건비를 지급해야 하지만, 재료비 등 변동비가 발생하지 않기 때문에 영업이익은 기존 전망치대비 8% 줄어든 전망이다. 그러나 리노베이션 후 객단가 상승 등으로 실적 감소폭은 축소될 것이다. 서울 면세점은 리노베이션과 관계없이 정상 영업할 계획이고 면세점 이용자는 호텔 투숙객보다 투어형식으로 방문하는 단체 관광객 위주여서 공사가 서울 면세점 매출에 미치는 영향이 제한적이기 때문이다.

## 3. 환율 변화가 수익에 미치는 영향

환율 변동이 수익성에  
미치는 영향은 크지 않아

호텔신라 수익은 환율 변동의 영향을 세가지 측면에서 받는다. 1) 입출국수 변화, 2) 면세점 매출 수익 인식, 3) 외환자산부채 평가 등이다. 결론적으로 환율이 상승하는 것이 면세점 수익에 긍정적이지만, 내국인 출국객수 감소와 구매력 하락, 외화부채평가액 증가 등 부정적인 영향도 있어 환율이 전체 기업 수익에 미치는 영향은 미미하다.

1) 환율 변동은 입출국자 수에 영향을 미친다. 환율이 급등하면 내국인의 해외 여행이 줄어들고 반면 외국인들의 한국 방문은 증가한다. 2) 환율이 상승하면 원화로 인식되는 매출이 증가하지만 국산제품이 아닌 달러로 구매하는 상품원가는 상승한다. 내국인 면세점 매출은 환율이 급상승하면 감소한다. 3) 외화부채(406억원)가 외화자산(74억원)대비 5배 이상 많아 환율이 하락하면 평가액이 작아져 순이익이 증가하는 효과가 있다. 환율이 기존 추정치 대비 5% 하락할 경우, 다른 지표의 변화율이 같다고 가정할 경우 순이익은 1% 정도 늘어나 영향은 크지 않다.

## 4. 외국인 전용 면세점 오픈 추진

외국인 전용 시내 면세점이  
허가되더라도 영향 크지 않아

2011년부터 관세청이 지방자치단체들과 업계의 요청으로 외국인 전용 시내 면세점 도입을 추진 중이다. 현재 대기업 참여 가능 여부, 사업성 논란 등으로 관련고시가 지연되면서 사업자 선정 입찰 공고를 하지 못하고 있다. 아직 세부 사항이 확정되지 않았지만 우리는 정부가 사업자 대상에서 대기업을 제외하고 지방도시 위주로 허가를 내 줄 가능성이 높다고 예상한다. 외국인 전용 시내 면세점 도입 취지가 외국인 관광객 유치를 통한 지역경제 발전과 고용 창출 등이기 때문이다. 이 경우 호텔신라 등 기존 사업자들의 수익에 미치는 영향은 미미할 전망이다. 만약, 신규 사업으로 면세점 사업 진출을 검토하고 있는 GKL 등 자본력을 갖춘 신규 업체가 서울, 부산 등에 외국인 전용 시내 면세점을 운영하게 되면 기존 시내 면세점 매출을 일부 잠식할 것으로 예상된다.

## 5. 신세계 그룹의 면세점 사업 진출

신세계 계열인 조선 호텔,  
파라다이스면세점 지분 인수

9월 5일 신세계 계열인 조선호텔이 파라다이스글로벌로부터 파라다이스면세점 지분 81%를 932억원에 취득했다. 파라다이스면세점은 부산 해운대의 파라다이스 호텔에 있고, 2011년 매출액과 영업이익은 각각 1,443억원, 65억원이었다. 신세계그룹은 면세점을 센텀시티에 위치한 신세계백화점과 2013년 9월 개점할 부산 프리미엄 아울렛 등과 연계해 영업할 계획으로 알려지고 있다.

신세계 그룹의 면세점 진출로  
점유율 하락 가능성 있으나  
관세청 승인 등 추후 상황 지  
켜봐야

신세계 그룹이 면세점 사업 진출을 꾸준히 추진해 왔다는 점에서 이번 파라다이스 면세점 인수가 면세점 시장의 경쟁 심화로 이어질 것에 대한 우려가 있다. 신세계그룹이 인천국제공항의 한국관광공사 면세점 입찰 참여, 시내 면세점 인수 등 면세점 시장에 적극적으로 진출할 경우 호텔신라 등 기존 업체들의 점유율이 하락하고, 임차료 상승, 가격 경쟁 등으로 수익성이 악화될 수 있다. 다만, 파라다이스면세점 인수에 대한 관세청의 승인이 필요하고, 인천공항 면세점 입찰 참여 자격인 5년 이상 운영 경험을 충족하는지가 관건이다.

## VI. Appendix

### 1. 기업 개요

#### 호텔신라의 생활레저 사업

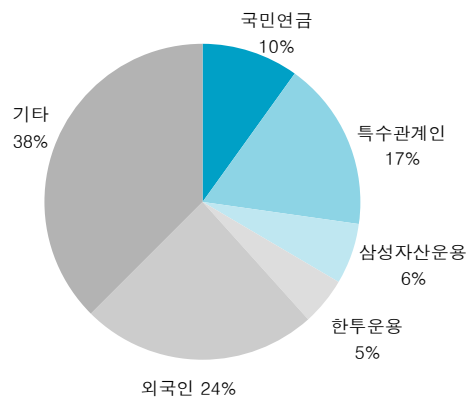
호텔신라는 면세와 호텔 사업 이외에 여행, 휘트니스 센터, 외식사업 등 생활레저 사업을 영위하고 있다. 2004년부터 호텔 휘트니스 클럽 운영 노하우를 바탕으로 서울 강남에서 8,500평의 ‘반트(VANTT)’를 운영하고 있고, 여행 사업은 삼성 계열사 임직원의 해외출장 예약 대행 등의 업무를 담당하고 있다. 2012년 4월 호텔신라는 자회사 ‘보나비’ 지분을 매각하며 베이커리 사업(아티제)을 철수하였고 탑클라우드 사업을 분할 신설하여 신규 계열사로 편입했다. 2011년 생활레저 사업부문의 매출은 324억원, 영업이익은 114억원이었다.

〈표 15〉 주요 영업장 현황

사업부	명칭	개점 연도	형태	위치
면세사업	서울면세점	1986년	소유	서울 중구
	제주면세점	2000년	소유	제주 서귀포
	인천면세점	2008년	임차	인천국제공항
	청주면세점	2010년	임차	청주국제공항
	대구면세점	2010년	임차	대구국제공항
	김포면세점	2011년	임차	김포국제공항
	Sweet May	2011년	임차	마카오
호텔사업	창이공항점	2012년 12월, 2013년 1월	임차	싱가포르
	서울호텔	1979년	소유	서울 중구
	제주호텔	1990년	소유	제주 제주시
	삼성호텔	2005년	위탁	거제도
	진지레이크	2006년	위탁	중국 소주(쑤저우)
생활/레저사업	반트	2004년	임차	서울 강남
	삼성레포츠센터	1994년	위탁	서울 서초
	탑클라우드코퍼레이션	2000년	-	서울 종로, 공덕, 태평로

주: 삼성레포츠센터는 93년 오픈했으나, 호텔신라는 94년부터 위탁경영 실시  
 자료: 호텔신라, 금융감독원 전자공시시스템

〈그림 41〉 호텔신라의 자본 구조도



자료: DART, 블룸버그

재무상태표

(단위: 십억원)

	2010A	2011A	2012F	2013F	2014F
유동자산	418	571	755	847	961
현금성자산	96	124	167	179	203
매출채권및기타채권	50	77	100	115	130
재고자산	216	335	423	485	550
비유동자산	761	805	887	986	1,082
투자자산	284	303	364	444	512
유형자산	462	475	494	514	541
무형자산	10	27	29	28	29
자산총계	1,179	1,376	1,642	1,833	2,043
유동부채	360	292	354	529	437
매입채무및기타채무	132	185	200	230	261
단기차입금및단기사채	50	0	0	0	0
유동성장기부채	124	52	81	221	81
비유동부채	252	485	582	467	602
사채	0	289	389	249	389
장기차입금및금융부채	219	170	160	180	170
부채총계	612	778	936	996	1,039
자본금	200	200	200	200	200
자본잉여금	197	196	196	196	196
자본조정	(4)	(4)	(4)	(4)	(4)
이익잉여금	161	201	309	440	607
자본총계	567	598	707	837	1,004
조정자본총계	583	601	693	813	970

현금흐름표

(단위: 십억원)

	2010A	2011A	2012F	2013F	2014F
영업활동현금흐름	75	17	80	146	195
당기순이익	49	56	122	146	183
유형자산감가상각비	31	33	37	39	41
무형자산상각비	0	1	6	6	6
자산부채변동	(34)	(94)	(89)	(47)	(38)
기타	29	21	4	2	3
투자활동현금흐름	(70)	(71)	(145)	(140)	(145)
유형자산투자	(40)	(66)	(56)	(59)	(68)
유형자산매각	0	0	0	0	0
투자자산순증	(30)	(6)	(61)	(79)	(68)
무형자산순증	(0)	(1)	(8)	(5)	(7)
기타	0	2	(20)	3	(2)
재무활동현금흐름	(14)	82	107	6	(26)
자본의증가	1	0	0	0	0
차입금의순증	15	114	119	20	(10)
배당금지급	(10)	(12)	(12)	(14)	(16)
기타	(20)	(20)	0	0	0
기타현금흐름	0	0	0	0	0
현금의증가	(9)	28	43	12	24

주: 1. K-IFRS (별도) 기준  
 2. EPS, BPS는 각각 지분법이익이 반영된 조정당기순이익, 조정자본총계를 이용해 계산

손익계산서

(단위: 십억원)

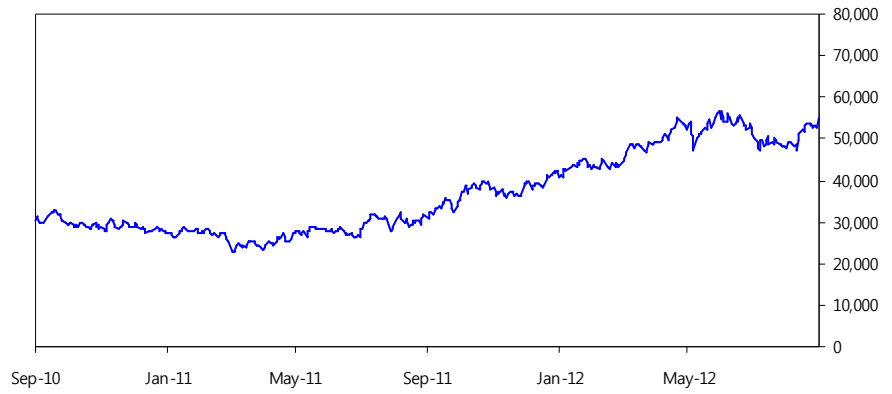
	2010A	2011A	2012F	2013F	2014F
매출액	1,440	1,764	2,227	2,556	2,898
매출총이익	645	790	978	1,124	1,273
판매관리비	564	694	812	909	1,008
기타영업손익	0	0	0	0	0
영업이익	81	96	166	215	265
금융수익	10	13	14	15	15
이자수익	10	13	14	15	15
금융비용	22	26	26	29	30
이자비용	22	26	26	29	30
기타영업외손익	(3)	(9)	8	(8)	(10)
관계기업관련손익	0	0	(0)	0	0
세전계속사업이익	66	74	161	193	241
법인세비용	16	17	39	46	58
당기순이익	49	56	122	146	183
기타포괄이익	12	(12)	0	0	0
총포괄이익	62	44	122	146	183
EBITDA	112	130	208	259	312
조정당기순이익	50	56	122	146	183

주요 투자지표

	2010A	2011A	2012F	2013F	2014F
주당지표(원)					
EPS	1,270	1,427	3,108	3,719	4,648
BPS	14,695	15,141	17,440	20,427	24,356
DPS	300	300	350	400	400
성장성(% YoY)					
매출증가율	18.7	22.6	26.2	14.8	13.4
영업이익증가율	50.1	18.2	72.5	29.8	23.5
순이익증가율	57.8	12.9	117.9	19.7	25.0
EPS증가율	57.6	12.4	117.8	19.7	25.0
EBITDA증가율	32.1	16.3	59.8	24.5	20.5
수익성(%)					
영업이익률	5.6	5.4	7.4	8.4	9.2
순이익률	3.5	3.2	5.5	5.7	6.3
EBITDA Margin	7.8	7.4	9.4	10.1	10.8
ROA	4.4	4.4	8.1	8.4	9.4
ROE	9.0	9.5	18.9	19.4	20.5
배당수익률	1.1	0.8	0.7	0.8	0.8
안정성					
순차입금(십억원)	272	386	443	453	417
차입금/자본총계비율(%)	69.5	85.4	89.2	77.7	63.7
Valuation(X)					
PER	21.9	27.0	17.0	14.2	11.4
PBR	1.9	2.5	3.0	2.6	2.2
PSR	0.8	0.9	1.0	0.8	0.7
EV/EBITDA	12.2	14.6	12.1	9.8	8.0

## 투자의견 및 목표주가 변경내역

종목(코드번호)	제시일자	투자의견	목표주가
호텔신라(008770)	2012.09.12	매수	73,000 원



#### ■ Compliance notice

- 당사는 2012년 9월 11일 현재 호텔신라 종목의 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료의 내용 일부를 기관투자자 또는 제3자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 조사분석담당자와 배우자는 상기 발행주식을 보유하고 있지 않습니다.

#### ■ 기업 투자 의견은 향후 12개월간 현 주가 대비 주가 등락 기준임

- 매 수 : 현 주가 대비 15% 이상의 주가 상승 예상
- 중립 : 현 주가 대비 -15~15%의 주가 등락 예상
- 비중축소 : 현 주가 대비 15% 이상의 주가 하락 예상

#### ■ 업종 투자 의견은 향후 12개월간 해당 업종의 유가증권시장(코스닥) 시가총액 비중 대비 포트폴리오 구성 비중에 대한 의견임

- 비중확대 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중보다 높게 가져갈 것을 권함
- 중립 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중과 같게 가져갈 것을 권함
- 비중축소 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중보다 낮게 가져갈 것을 권함

■ 본 자료는 고객의 증권투자를 돕기 위하여 작성된 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있으며, 당사의 동의 없이 어떤 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형할 수 없습니다.

■ 본 자료는 당사 리서치센터에서 수집한 자료 및 정보를 기초로 작성된 것이나 당사가 그 자료 및 정보의 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없으므로 당사는 본 자료로써 고객의 투자 결과에 대한 어떠한 보장도 행하는 것이 아닙니다. 최종적 투자 결정은 고객의 판단에 기초한 것이며 본 자료는 투자 결과와 관련한 법적 분쟁에서 증거로 사용될 수 없습니다.

■ 이 자료에 게재된 내용들은 작성자의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.