동북아 신공항 증가의 나비효과

Airport, Hotel, Resort

2016. 11. 28

키움증권 리서치센터

운송/여행 Analyst 조병회
02) 3787-5129
bhcho@kiwoom.com

건설/부동산 Analyst 라진성, 장형석
02) 3787-4705
gone267@kiwoom.com

키움증권

Contents

Part I. 교통 인프라 확장, 공항 이용객 증가로 연결

Part II. 변동성 완화를 위한 숙박 인프라 확대 필요

Part III. 국내외 관광객 증가, 신공항 건설로 연결

Part IV. 수급불균형 해소를 위한 중가 숙박인프라 확대 필요

Part V. 달라지는 중국인 해외여행 패턴, 놀거리가 필요하다

Part VI. 기업분석

Appendix. 싱가폴 REIT 탐방 기업

Summary

>>> 키움증권에서 바라본 교통 인프라 확대 이후 숙박 인프라 전망

1) 숙박 수요 다양화로 변동성 완화 기대

키움증권은 17년 인천공항 3단계 공사 마무리되고, 지방 공항들도 확장 공사가 진행중인 점을 주목하고 있습니다. 육로 입국이 불가능한 현실에서 공항 확장은 수요의 계단식 상승으로 직결되기 때문입니다. 특히 우리와 더불어 동북아 지역 최대 도시인 북경과 상해에서도 공항 확장 공사가 진행되고 있고, 중국 항공사들은 주력 노선인 국내선이 고속 철도와의 가격 경쟁이 심화되고 있어 국제선으로 관심을 돌릴 가능성이 높습니다. 여기에 정상화된 대한항공 미국 노선 코드쉐어를 통해 한국을 거쳐 미국으로 여행하는 환승객 증가도 기대되는 등 숙박 수요가 다양해지며 변동성이 완화될 것으로 기대합니다.

2) 동북아 신공항 증가가 국내에 미치는 나비효과

동북아 신공항 증가는 글로벌 인/아웃바운드 여행객 증가를 이끌게 될 것입니다. 여기에 내수 여행객 역시 증가 추세를 보이고 있습니다. 이와 같은 인프라 확대에 따른 여행객 증가는 다양한 밸류체인에 영향을 미치게 됩니다. 국내 역시 공항 수요가 증가하게 되고, 쉴 곳이 필요하며, 즐길거리가 필요합니다. 이러한 인프라를 제공하기 위한 디벨로퍼와 리츠의 비즈니스 기회도 덩달아 확대될 것입니다.

>>> Top Picks: 하나투어, 한진칼 / 차선호주: 금호산업, 용평리조트, 에머슨퍼시픽

- 하나투어(039130): 면세점 우려 남아 있지만 인천공항 확장과 항공사 공급 증대의 최대 수혜주
- 한진칼(180640): 중형기 투입이 가능한 진에어의 차별적인 경쟁력
- 금호산업(002990): 공항 공사 Super-cycle 온다
- 에머슨퍼시픽(025980): 가치를 파는 명품 디벨로퍼, 상품과 지역, 역할의 경계를 넘어 성장한다
- 용평리조트(070960): 랜드뱅킹이 준비된 프리미엄 디벨로퍼

Part 1. 교통 인프라 확장, 공항 이용객 증가로 연결

동북아 공항 확장,
중국내 고속철도와의 경쟁으로
국내선 공급 국제선 전환 기대

Analyst 조병희
02) 3787-5129
bhcho@kiwoom.com

I-1 인천공항 제2 여객 터미널 완공

◎ 제2 여객 터미널 마침내 17년 완공

- 인천국제공항은 지난 08년 2단계 사업으로 활주로와 탑승동을 추가한 이후 제2 여객 터미널 신설을 포함한 3단계 사업을 진행하고 있음.
- 24시간 운항이 가능한 공항이지만 새벽과 심야 시간대는 아직 공항 부근 편의 시설 및 교통편 부족으로 활성화되지 못하고 있음.
- 따라서 여객이 몰리는 성수기와 여행객이 선호하는 시간대의 항공 노선 확대에 어려움을 겪고 있음.
- 하지만 제2 여객 터미널이 완공되면 초기 제한적인 오픈을 감안하더라도 증편을 통한 여객수 증가 효과를 기대할 수 있을 것임.
- 지난 10월 누적 기준 국제선 이용객수는 이미 4천7백만명을 넘어 섰음.

인천공항 3단계 건설 사업

구분		1,2단계	3단계	비고
여객터미널		T1 ↔ 탑승동A (44 백만명)	T2 일부 (18 백만명)	62 백만명
화물터미널		450만톤	130만톤	580만톤
여객계류장		108개소	56개소	164개소
IAT(셔틀트레인)		0.9km 복선셔틀	1.5km 복선셔틀	
BHS		88km	42km	
랜드사이드	철도	서울역↔T1(61km)	T1↔T2(6.4km)	복선 67.4km
	진입도로	왕복 8차로	왕복 8차로	
	연결도로	해당사항 없음	T1 ↔ T2(4차로)	

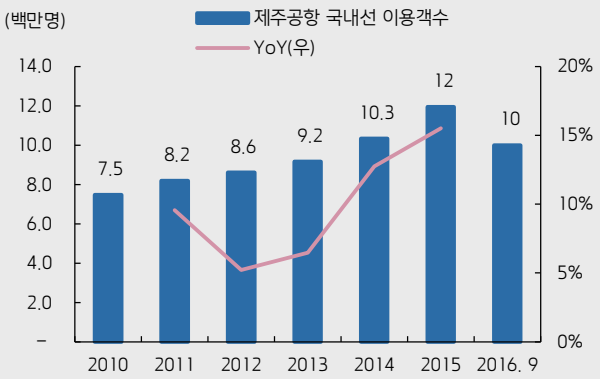
자료: 인천공항공사

I-1 제주공항 단기 인프라 확충과 제2공항 신규 건설

◎ 제주공항 단기 인프라 확충과 제2공항 건설도 진행

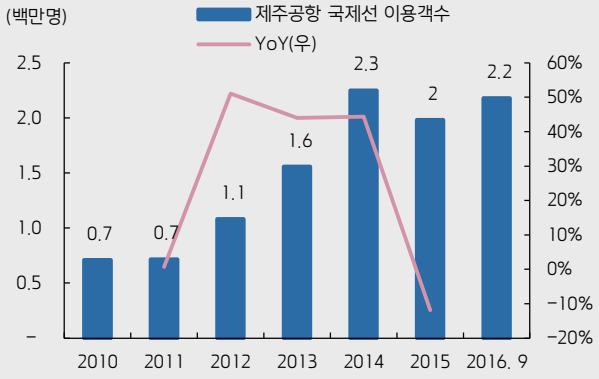
- 서울과 함께 중국인 방문이 집중되는 제주공항도 제2공항 건설 추진과 함께 기존 공항 인프라 확충도 진행중임.
- 지난 15년 6월부터 착수한 단기 인프라 확충 사업은 17년 말부터 단계적으로 운영을 시작할 예정임.
- 완료 이후 국내선 2,740만명(+414만명)과 국제선 435만명(+172만명) 등 연간 3천175만명 이용이 가능할 전망임.
- 여객 터미널 추가 확충과 계류장 확장 등의 2차 단기 인프라 확충을 20년까지 추진할 계획임.

제주공항 국내선 이용객수와 YoY 증감률



자료: 국토교통부, 16년 9월 누적

제주공항 국제선 이용객수와 YoY 증감률



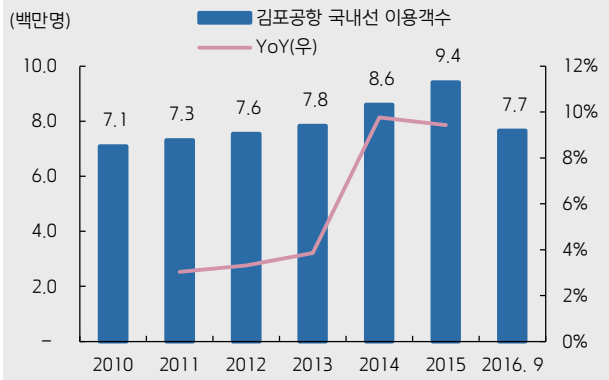
자료: 국토교통부, 16년 9월 누적

I-1 김포 공항 여객 터미널 증축 공사 진행중

◎ 김포-제주 국내선을 활용하는 외국인도 급증

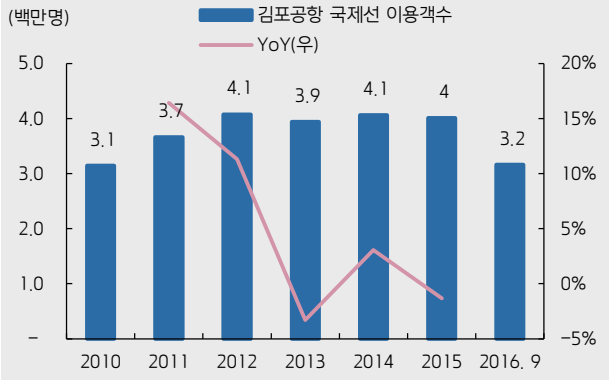
- 제주공항은 항공 자유화를 선포해 외항사의 취항이 자유롭지만 여러 이유로 인해 서울로 입국한 이후 김포-제주 노선을 활용하는 외국인도 꾸준히 늘어나고 있음.
- 김포공항은 이에 따라 국내선과 국제선 처리인원 확대를 위한 공사를 이미 진행하고 있고 17년 하반기 완공이 예정되어 있음.
- 접근성이 뛰어난 김포공항은 국제선 슬롯 여유가 있지만 인천공항 허브공항 육성 정책상 단기에 증편을 기대하기 쉽지 않아 김포-제주와 같은 국내선 처리 능력 확대로 수요가 추가 증가할 가능성이 높음.

김포공항 국내선 이용객수와 YoY 증감률



자료: 국토교통부, 16년 9월 누적

김포공항 국제선 이용객수와 YoY 증감률



자료: 국토교통부, 16년 9월 누적

I-1 김해공항, 울릉도 등 공항 확대 지속

◎ 인천, 김포, 제주 외에 지방 공항 활성화와 확장/신설 공사 지속

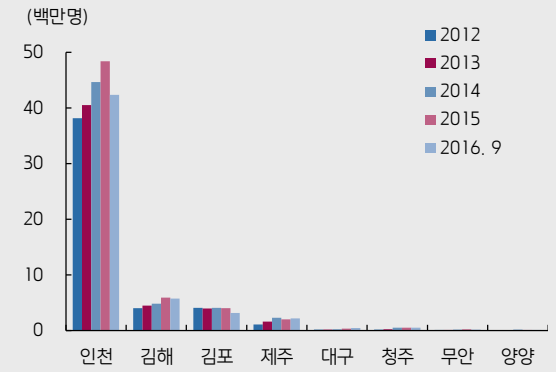
- 서울, 제주, 그리고 김해공항 확장이 결정된 것을 포함, 추가적인 공항 건설이 진행될 전망임.
- 과거 수요가 없는 지역에 공항만 덩그러니 지어진 유령 공항 이슈가 재현되는 것 아니냐는 우려도 있음.
- 하지만 공항 건설 -> 항공사 취항 -> 여객 수요 창출의 순서라는 점에서 공항 확대는 여객 수요 창출의 전제 조건이 충족된다는 점에서 긍정적임.
- 최근 청주 공항이 중국과 부정기 노선을 확대하며 승객수도 급증하는 등 내국인 수요뿐 아니라 외래객 입국 수요 유치를 통한 공항 활성화도 진행되고 있어 과거와는 다른 상황임.
- 서울과 제주에 집중되는 외래객 수요를 분산시키기 위해서도 다양한 지역 공항 건설이 필요함.

신규 건설 예정이거나 검토중인 공항

예상 발주 시기	프로젝트	총 사업비 규모
2016.12	울릉도 소형공항	5,805억원
2017	김해공항 확장	4.2조원
2017	대구공항 통합이전	7.3조원 (공항건설 5.8조원)
2018	제주 2공항	4.1조원
미정	광주 군공항 이전	5~6조원
	새만금 신공항	4,000억원
	백령도 신공항	790억원
	서산 신공항	500억원

자료: 국토교통부, 언론 보도, 키움증권 정리

국내 공항별 국제선 이용객수



자료: 국토교통부, 16년 9월 누적

키움증권

I-2 중국 공항도 확대

◎ 증편이 제한되고 있는 베이징 캐피탈(수도) 국제공항

- 1958년 개항한 중국에서 가장 큰 규모 및 설비를 보유하며 항공 운항편수 및 여객수도 가장 많은 중국 최대 허브공항이지만 공항포화 문제가 지속되고 있어 중국민용항공국(CAAC)은 신규 취항을 제한 중.
- 2008년 단일 터미널 규모로는 세계에서 2번째로 큰 제3터미널을 개장했지만 급격한 항공수요 급증으로 이미 지난 2013년 최대 여객처리능력 연간 8,200 만명을 넘어서 연간 항공운항편수 60만편, 연간 이용객수 9천500 만명으로 포화상태임.
- 활주로 추가 건설이 쉽지 않아, 베이징 시 남부 다싱구에 신국제공항을 건설 중. 베이징 다싱 공항(베이징 제2국제공항)이 완공되면 베이징 캐피탈 공항의 교통량을 분담하고 폐쇄 예정인 베이징 난위안 공항의 기능을 전부 이관 예정임.

◎ 베이징 다싱 국제공항(베이징 제2공항)

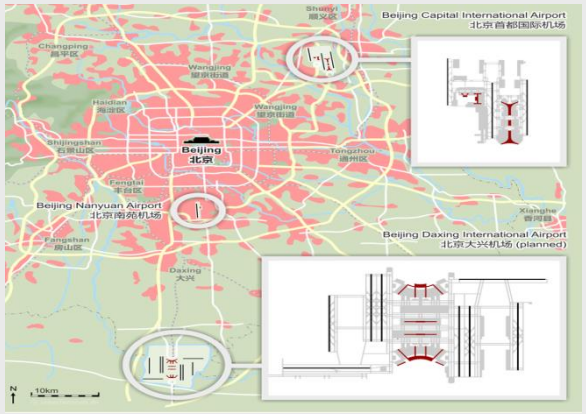
- 베이징 캐피탈 국제공항의 포화 상태를 해결하기 위해 베이징 남부 다싱에 건설 중인 신공항이며 2014년 12월 착공하여 2019년 개항을 목표로 건설중임.
- 비행기 150대 수용 규모로 총 7본의 활주로(민용 6본, 군용 1본)가 건설될 계획이며, 개항 초기에는 활주로 4본, 연간 이용객 4,500 만명 이용 계획이며, 2025년까지 연간 62만편, 약 7천만명의 승객이 이용 가능한 규모로 확장할 예정.
- 북부에 비해 상대적으로 낙후된 베이징 남부 지역의 발전 및 수도권지역 일체화 프로젝트 가속화 뿐 아니라 인근 국가로 신규 노선 배분도 기대됨.

베이징 캐피탈 국제공항 현황

구분	내용
공항명	베이징 캐피탈 공항
현상황	허브공항으로 운영중
주요주주	Beijing Capital Airport co 65% Public 25% Airport de paris 10%
허브항공사	Air China
활주로(m)	3200*50/3800*60/3800*60
터미널 면적(m2)	1,414,000

자료: 중국 민항국, 키움증권 작성

베이징 다싱 국제공항(베이징 제 2공항)



자료: 언론보도

I-2 중국 공항도 확대

◎ 상하이 푸동 국제공항

- 베이징 캐피탈 국제공항, 홍콩 첵랍콕 국제공항과 함께 중국 3대 공항 중 한 곳인 상하이 푸동 국제공항은 1999년 10월 일본의 약 400억엔 규모의 투자로 건설되었으며상하이 홍차오 국제공항에서 홍콩과 마카오행을 포함한 국제선을 이관 개항했음.
- 주요 시간대에 많은 항공기가 이용하는 문제점을 해결하기 위해 2005년 제2활주로를, 2007년 제2청사를 확장 공사했고, 2015년 12월 기존 2개 터미널의 부족한 주기장을 해결하기 위해 3기 터미널 확장공사가 착공됐으며 2019년 6월에 완공될 예정임. 기존 2개 터미널(S1, S2)을 연결한 I(아이)형 터미널을 건설 중이며 현재 터미널 수용가능인원인 약 3천 8백만 명에서 연간 8천만명까지 수용 가능할 전망임.
- 상하이자유무역지구 건설 및 상하이디즈니 개장 등으로 앞으로 푸동공항 이용객수가 지속적으로 증가할 전망.

◎ 상하이 홍차오 국제공항

- 상하이 홍차우 국제공항은 상하이 시내 중심에서 약 13km 떨어져 있어 차로 30분밖에 소요되지 않아 위치 면에서 편리한 것이 큰 장점인 공항으로 1907년 군사 비행장 목적으로 개항했으며 이후 1964년에 민간 공항으로 다시 개항했음.
- 1999년 푸동 국제공항이 건설된 후에는 국내선전용 공항으로 사용되다가 2007년 한·중·일 항공 협약을 맺으면서 서울의 김포공항과 도쿄의 하네다 공항 국제선이 부활하여 비즈니스 국제공항으로 변경. 2010년 세계 박람회가 개최되면서 2터미널을 신축하였고 활주로도 확장함.

상하이 푸동 국제공항 3기 확장 예상도

자료: 언론보도, 키움증권 작성

상하이 홍차우 국제공항

자료: 언론보도

I-2 중국내 고속철도 확대로 국제선 공급 전환 기대

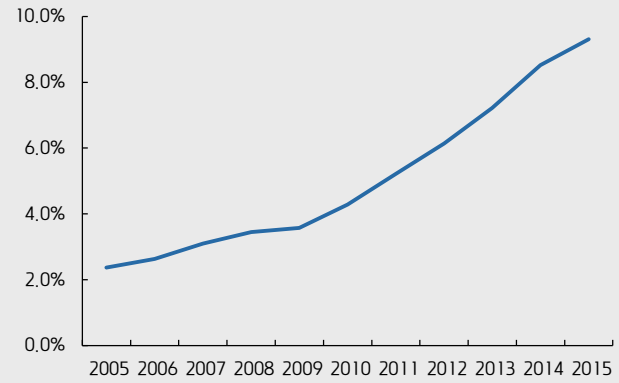
◎ 중국 공항수 지속 증가

- 중국은 북경과 상해 공항 외에도 전국적으로 공항을 건설하고 있음.
- 주목할 점은 중국 항공사가 국내선 중심으로 운항하고 있다는 점임.
- 이는 국내 여행 수요가 충분하다는 점과 함께 장거리 대체 이동 수단이 부족했다는 이유도 있을 것임.

◎ 국내 항공 노선 고속철도와의 경쟁 확대, 국제선으로 전환 기대

- 중국은 공항과 함께 육상 운송 수단인 고속철도 인프라도 빠르게 강화하고 있음.
- 고속철도 노선이 확장되면 상대적으로 저렴한 운임에 따라 항공 수요가 철도로 이전되는 사례가 많음.
- 따라서 국내선에 집중하고 있는 중국 항공사의 공급이 국제선으로 점진적으로 이전될 가능성이 높음.
- 언론보도에 따르면 중국 정부는 800km이하 노선과 고속철도와 경쟁하는 노선에 대해 항공권 최저가격을 자율화하기로 결정했음.
- 이에 따라 중국 항공사의 국내선 가격 인하가 예상되며 고속철도와의 수요 유치 경쟁이 계속되면 탈국내선 움직임은 더욱 가속화될 것임.

중국 공항 수 추이



자료: CEIC

중국 중장기고속철도노선 계획도

자료: China Railway

Part 2. 변동성 완화를 위한 숙박 인프라 확대 필요

중국인 해외 여행은 아직 초기, 미국행 환승객 증가와 내국인 국내 여행 활성화로 변동성 완화 기대

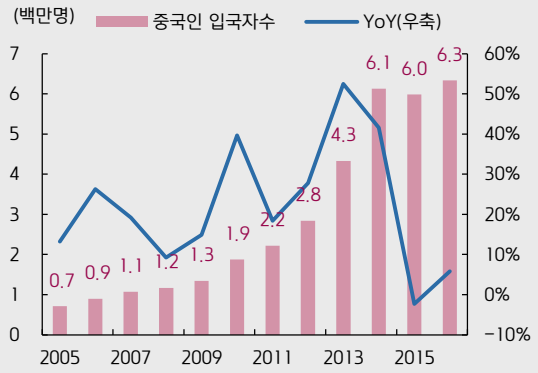
Analyst 조병희
02) 3787-5129
bhcho@kiwoom.com

II-1 중국인 입국자 비중 16년 9월 누적 기준 48.7%

◎ 전체 입국자수 가운데 중국인 비중 16년 9월 누적 기준 48.7%

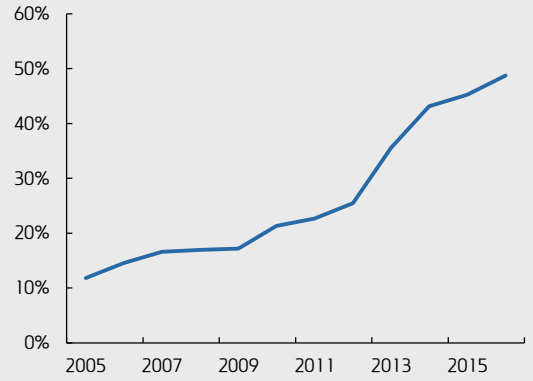
- 한국으로 들어오는 외래객 입국자수는 지난 12년 1천만명을 넘어선 이후 급성장을 이어갔지만 지난 15년 6.8% 감소했음.
- 지난 해 발병한 메르스 영향이 반영됐고 중국인 입국자수 성장률이 -2.3%에 그쳤지만 중국인 비중은 45.2%를 기록했음.
- 메르스 영향이 사라진 16년 중국인 비중은 9월 누적 기준 48.7%에 달하고 있음.
- 중국인에 대한 의존도가 계속 높아지고 있다는 점은 변동성 측면에서 부담 요인임.
- 중국 다음으로는 일본 12.8%, 미국 5.0%, 대만 4.8%, 홍콩 3.6%, 필리핀 3.2%, 태국 2.5% 등으로 중국과의 격차가 큼.

중국인 입국자수와 YoY 증감률



자료: 한국관광공사, 16년 9월 누적

한국 외래객 입국자수 중 중국인 비중



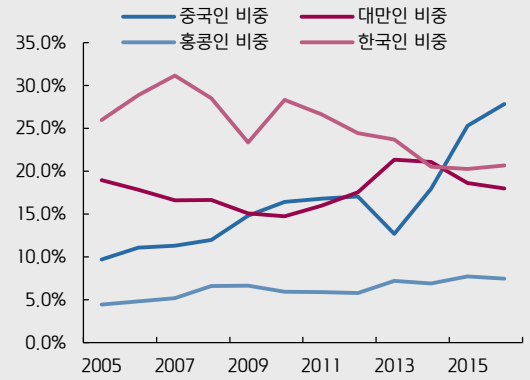
자료: 한국관광공사, 16년 9월 누적

II-1 일본 중국인 입국자 비중 27.9%

◎ 일본의 경우 전체 입국자수 가운데 중국인 비중 27.9%

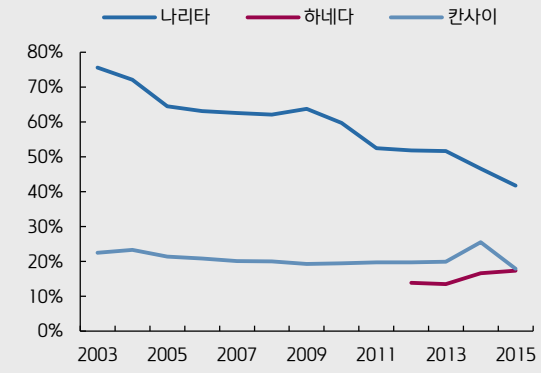
- 동북아 지역에서 우리와 중국인 유치 경쟁을 이어가고 있는 일본의 경우도 중국인 비중이 높아지고 있지만 27.9% 수준임.
- 중국 다음으로는 한국 20.7%, 대만 18.0%, 홍콩 7.5% 의 순서로 비교적 다양한 국가에서 외국인이 입국하고 있음.
- 일본 주요 공항의 국제선 처리 비중은 지난 15년 기준 나리타 공항 42%, 하네다 공항 17%, 간사이 공항 18% 등으로 분산되고 있음.
- 우리도 특정 지역 의존도를 낮추고 다른 지역으로 분산시키기 위해서는 교통 및 숙박 인프라 확대가 필요함.

일본 입국자 국가별 비중



자료: 한국관광공사, 16년 9월 누적

일본 주요 공항 국제선 이용객수 비중



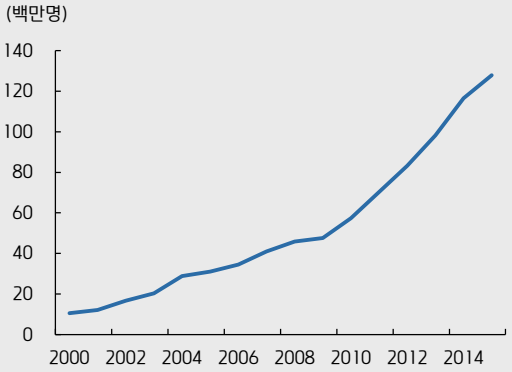
자료: CEIC

II-1 중국인의 해외 여행은 아직 홍콩과 마카오 중심

◎ 중국 출국자 가운데 한국 비중은 15년 기준 4.7%

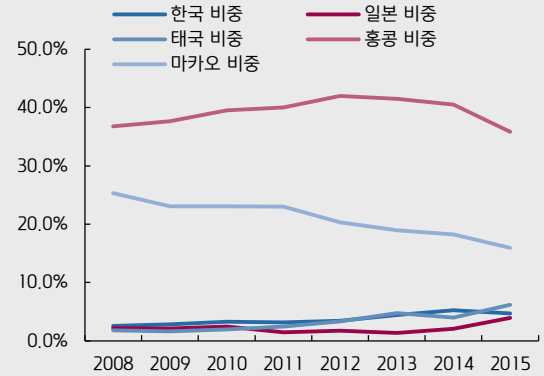
- 해외로 출국하는 중국인 가운데 한국 행 비중은 14년 5.3% 이후 15년 메르스 영향으로 4.7%로 소폭 하락했음.
- 15년 기준 일본 3.9%, 태국 6.2%, 미국 2.0%, 싱가폴 1.6% 등을 기록중임.
- 홍콩과 마카오는 각각 40.5%와 18.2%로 압도적으로 높음.
- 따라서 중국 입장에서는 한국행 여행객 수 조절을 통한 내수 활성화의 실익은 크지 않지만 중국인 의존도가 높은 한국 입장에서는 안정적 유치가 절실한 상황임.

중국인 출국자수



자료: CEIC

중국 출국자 국가별 비중



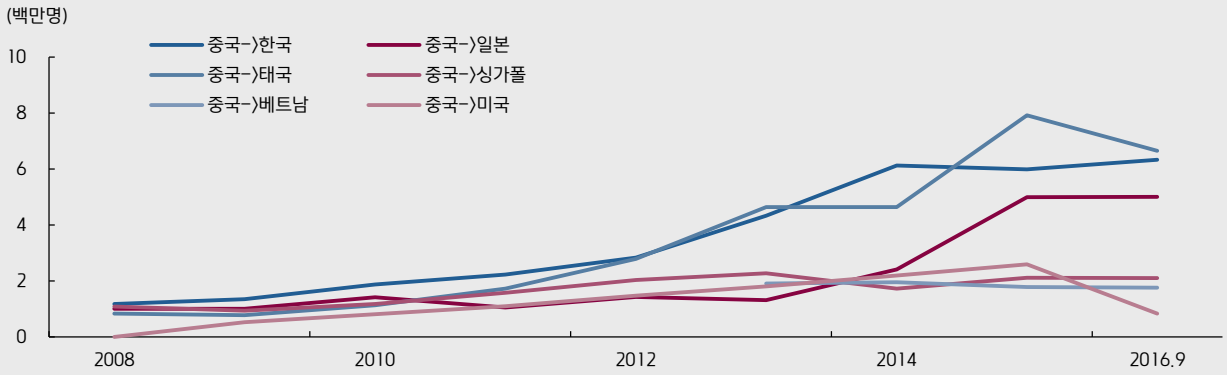
자료: CEIC

II-1 다양해지는 중국인 여행지, 한국 메리트 존재

◎ 중국인의 여행지 다양화, 하지만 한국의 지리적 메리트는 분명히 존재

- 중국인들의 해외 여행지는 항공편 확대와 소득 수준 상승 등으로 다양해지고 있음.
- 과거 홍콩, 마카오에 집중되던 수요는 한국, 일본에 이어 태국, 베트남 등으로 확대되고 있고 미국 방문객수도 크게 증가하고 있음.
- 단거리부터 시작해서 중거리, 장거리로 여행지가 확산되는 것은 소득 수준 상승과 여가시간 증가 등에 따른 일반적 사례지만 단거리 지역에 대한 수요 역시 여행 시간 이슈에 따라 꾸준히 유지된다는 점을 고려하면 인구 밀집 지역과 인접해 있는 한국의 지리적 메리트는 분명히 존재하고 있다고 판단됨.

중국인의 한국, 태국, 일본, 베트남, 싱가포르, 미국 방문객수



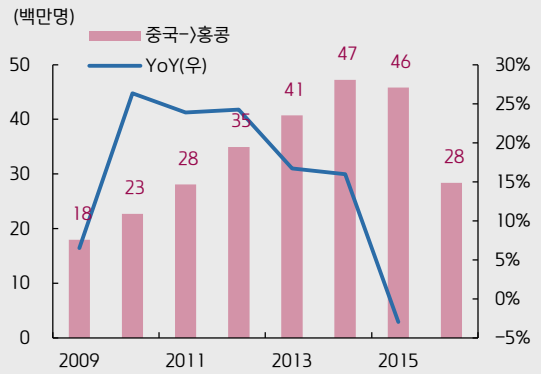
자료: CEIC , 16년 9월 누적

II-1 홍콩과 마카오 행 여행객 감소

◎ 홍콩과 마카오로의 여행객 수 정체, 새로운 경험을 위한 수요 이전

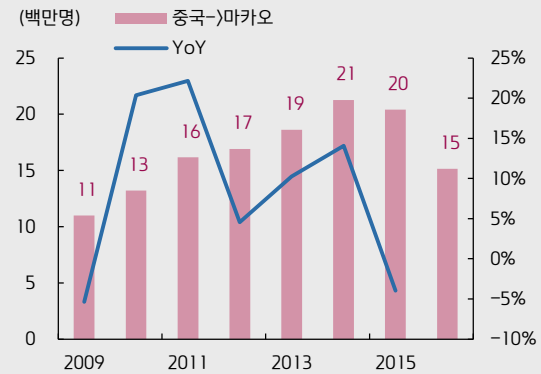
- 전체 중국인 출국자 성장이 계속되는 것과 달리 홍콩과 마카오 지역 출국자수 성장률은 정체되고 있음.
- 전체 중국인 출국자 가운데 홍콩과 마카오 지역 비중이 지난 15년 기준 58.8%에 달했었음.
- 특히 홍콩과 마카오는 중국에서 육로로 이동하는 출퇴근 수요 등도 상당 수준 포함되어 있을 것으로 추정됨.
- 따라서 중국인의 실제 해외 여행객수는 15년 1억2천만명보다 훨씬 적을 가능성이 높고, 동일 문화권이 아닌 새로운 경험을 위한 여행에 적극적으로 나서고 있는 것으로도 해석할 수 있음.

중국인 홍콩 출국자수와 YoY 증감률



자료: CEIC, 16년 9월 누적

중국인 마카오 출국자수와 YoY 증감률



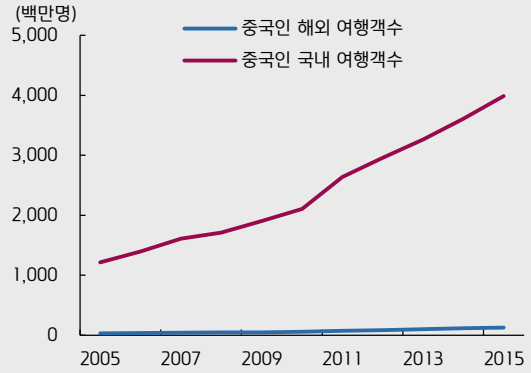
자료: CEIC, 16년 9월 누적

II-1 중국인의 국제 여객 시장은 아직 초기

◎ 국내 여행객수에 비하면 국제 여행객수는 아직 초기

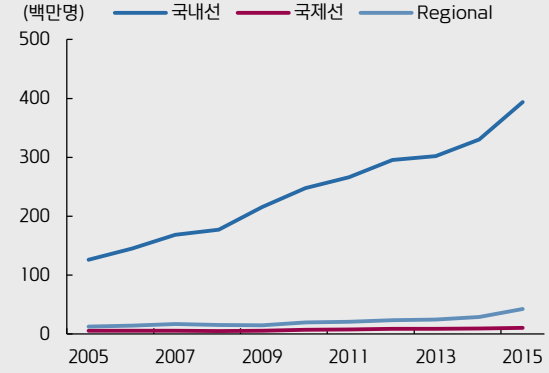
- 지난 15년 중국인의 국제 여행객수는 1억2천만명 수준이었으며, 이 가운데 상용 수요가 섞여 있는 홍콩과 마카오를 제외하면 6천1백만명 수준에 불과한 반면 중국인 국내 여행객수는 39억명에 달하고 있음.
- 국제 여행에 기본이 될 지역별 항공 노선수를 살펴보면 국내선 2,666개, 국제선 660개, Regional 109개로 국내선이 압도적으로 높고, 탑승객수도 각각 3억9천만명과 4천2백만명, 그리고 1천만명으로 차이가 크게 나타나고 있음.
- 따라서 중국인들의 항공기 이용에 거부감은 없다고 판단되며 중국 항공사가 안정적 운임과 수요, 그리고 경쟁에서 자유로운 국내선에 집중하고 있는 것으로 판단됨에 따라 향후 중국 항공사들의 국제선 전환 움직임을 주목해야 할 것임.

중국인 국내 여행객수와 해외 여행객수



자료: CEIC

중국 지역별 항공기 이용객수



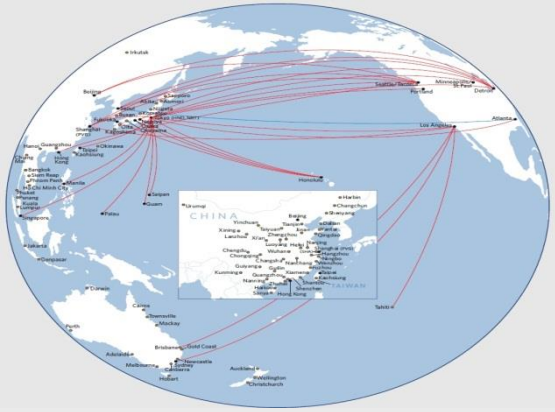
자료: CEIC

II-2 일본 항공 정책 변화와 인천공항 환승객 수혜

◎ 일본의 하네다 공항 국제선 기능 강화에 따른 인천공항의 환승객 유치 수혜

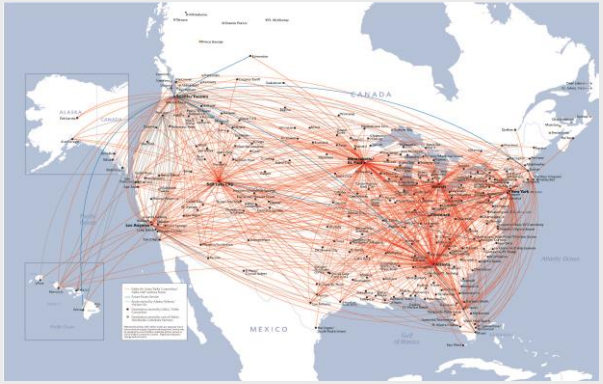
- 일본은 나리타 공항에 집중되어 있던 국제선 기능을 도심과 가까운 하네다 공항과 양분시키고 있음.
- 허브 공항 기능 강화보다는 하네다 공항의 도심 접근성을 활용해 외국인 수요 유치에 더 집중하고 있기 때문임.
- 한편 대한항공은 델타항공과의 미국 노선 코드 쉐어 복원을 시작했고, 17년 중순 모든 노선이 정상화 될 예정임.
- 일본 양대 항공사인 JAL과 ANA가 One world와 Star Alliance 소속이어서 Skyteam 소속 항공사인 델타 항공이 하네다 공항에서 연결편 구축에 어려움이 있어 인천공항을 활용하려는 움직임으로 해석됨.

델타항공 태평양 노선



자료: 델타항공

델타항공 미국 국내 노선



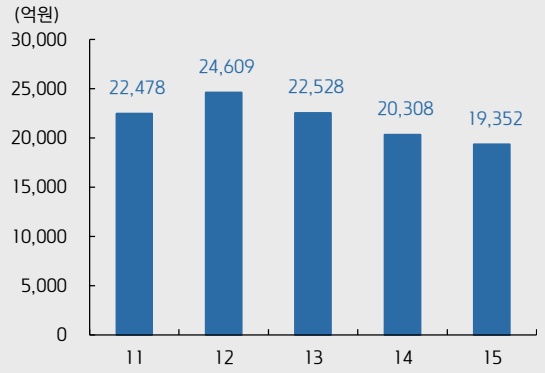
자료: 델타항공

II-2 대한항공의 미주 노선 정상화와 환승객 증가

◎ 대한항공 미주 노선 회복과 환승객 유치 기대

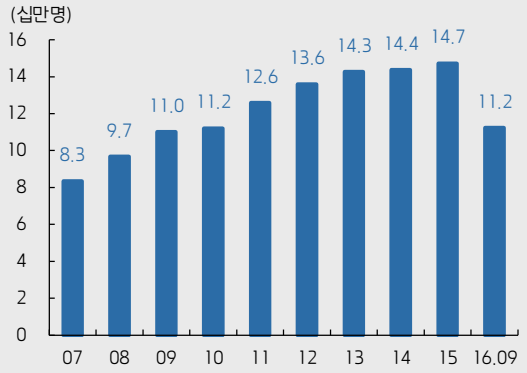
- 이에 따른 최대 수혜는 대한항공과 인천공항이 될 것으로 전망됨.
- 대한항공은 L/A, 뉴욕 등 한국인이 선호하는 대도시 스케줄과 기종 경쟁력은 유지하고 있지만 내륙 지역으로 이동하려는 다양한 수요는 확보하기 어려웠음.
- 따라서 미주 노선 매출은 계속 감소했고, 환승객 성장률도 제한적이었음.
- 하지만 코드 쉐어가 정상화되면 한국인 뿐 아니라 동남아와 중국 지역에서 인천공항을 이용해 미국으로 이동하려는 승객수가 증가할 것으로 전망함.
- 따라서 미주 노선 환승객뿐 아니라 다른 노선 환승객수도 성장이 재개될 것으로 기대함.

대한항공 미주 노선 매출 추이



자료: 대한항공

인천공항 미국 노선 환승객 추이



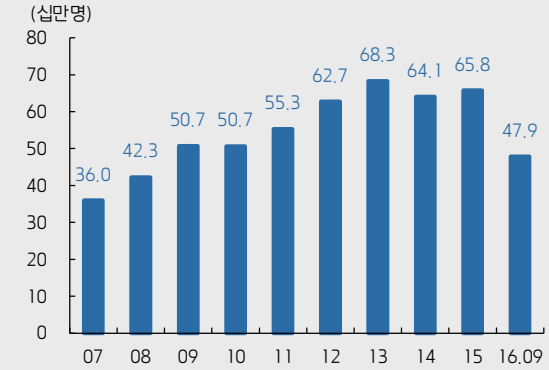
자료: 인천공항공사, 16년 9월 누적

II-2 공급을 상회하며 성장중인 중국인 미국 방문객수

◎ 중국 주요 도시의 미국 노선 공급 증가 속도 둔화 불가피

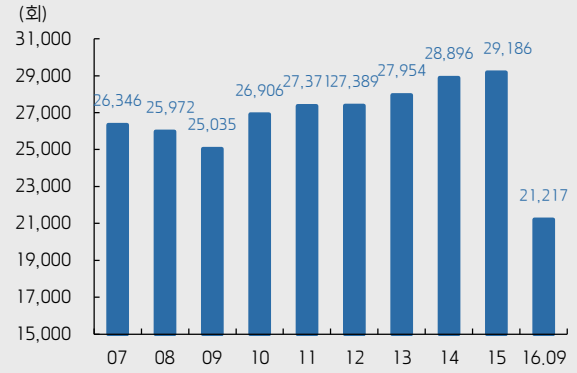
- 중국 항공사도 대형기를 도입해 미국과의 직항을 확대하고 있는 것도 사실임.
- 하지만 미국과 항공자유화 협정을 체결하지 않아 중국은 Zone 1(북경, 상하이, 광저우)와 Zone 2(푸젠, 광동, 허베이, 장수, 산동, 천진, 저장) 등 주요 도시에 대해서는 주간 운항 횟수 제한이 있음.
- 지난 5월 중국 항공사의 Zone 1과 2 의 주간 운항 횟수는 171회로 최대치에 도달했음.
- 양국간의 새로운 합의를 통해 최대 운항 횟수는 늘어날 가능성이 있지만 빠른 수요 증가 속도를 고려하면 인천공항을 통해 대한항공과 델타항공을 이용하려는 환승객수 증가 여력은 충분하다고 판단함.

인천공항 환승객 추이



자료: 인천공항공사, 16년 9월 누적

인천-미국 운항 횟수 추이



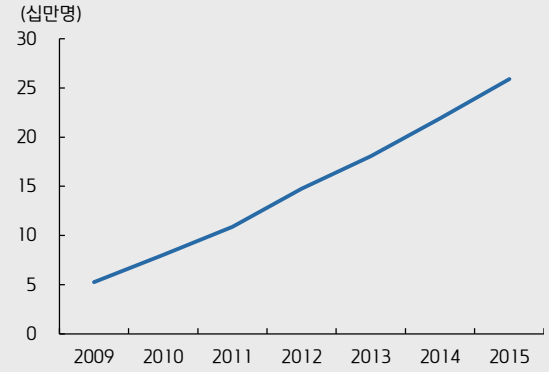
자료: 인천공항공사, 16년 9월 누적

II-2 72시간 무비자 환승 제도 등 환승객 편의 강화

◎ 72시간 무비자 환승 제도, 영종도 복합 리조트 등 환승객 편의성 강화

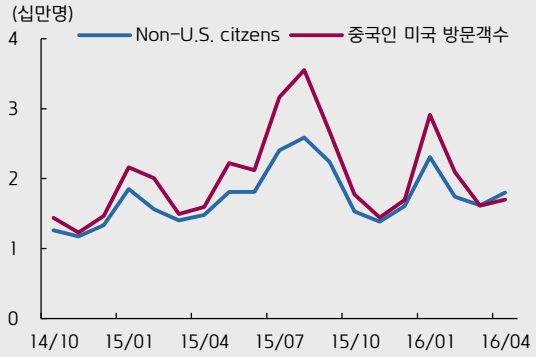
- 지난 15년 미국을 방문한 중국인수는 2백6십만명으로 YoY 18% 증가했으며 국가별로 보면 캐나다, 멕시코, 영국, 일본에 이어 5번째임.
- 15년 중국 발 직항편을 통해 입국한 non-U.S. 시민수는 2백1십만명 정도로 추정됨에 따라 환승 수요는 50만명 내외로 추정됨.
- 한편 중국에서 미국으로 운항하는 직항기수는 빠르게 증가하고 있지만 주요 도시는 최대 운항 가능 횟수에 육박하고 있고, 직항편이 없는 지방 도시는 중국 대도시로 이동보다 한국으로 이동이 더 메리트가 있다고 판단됨.
- 한편 한국은 72시간 무비자 환승 제도를 실시하고 있고, 영종도 부근 리조트도 강화되는 만큼 인천공항의 메리트는 더욱 강화될 전망임.

빠르게 성장하는 중국인 미국 방문객수



자료: CEIC

중국발 직항편을 상회하는 중국인 미국 방문객수



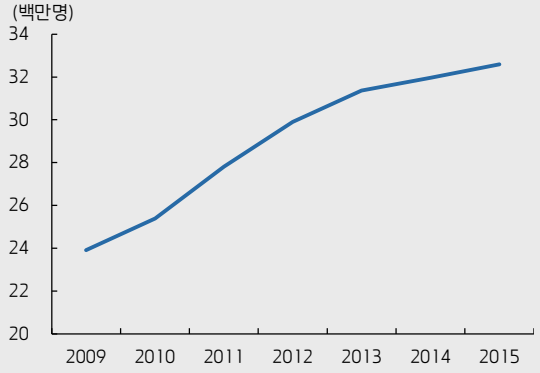
자료: NTTO , 16년 4월 기준

II-3 내국인 여행객 활성화로 숙박 인프라 기반 강화

◎ 내국인 숙박객 증가 → 숙박 인프라 강화 → 외래객 편리성 강화의 순선환 구조 기대

- 전체 인구 대비 한국인의 해외 여행 비중은 15년 기준 37%로 꾸준히 높아지고 있지만 주변국에 비해서 해외 여행 비중이 높음.
- 이는 국토 면적이 크지 않다는 특징도 있지만 여행객을 유인할 만한 숙박과 교통과 같은 인프라가 구축되지 못한 영향도 작용하고 있음.
- 내국인들의 국내 여행을 기반으로 관광 인프라가 구축되고 이를 바탕으로 외래객 수요를 유치하는 것이 일반적인 상황에서 내국인 여행 규모가 크지 않아 인프라 구축이 더디게 진행됐음.
- 따라서 주요 관광 인프라가 서울과 제주 등 특정 지역에 집중됐고, 외래객 입국자들도 지방으로 분산되지 못하고 있었음.

국내 관광 여행 참가자수 추이



자료: 문화체육관광부

여행을 하지 않은 이유

구분	2015년	2014년	2013년
1위	여가시간 및 마음의 여유 부족(48.5)	여가시간 및 마음의 여유 부족(42.1)	여가시간 및 마음의 여유 부족(49.9)
2위	경제적 여유 부족(20.1)	경제적 여유 부족(21.6)	경제적 여유 부족(18.4)
3위	건강상의 이유(17.6)	건강상의 이유(21.1)	건강상의 이유(17.0)
4위	선호하는 목적지 및 여행에 관심이 없어서(3.3)	선호하는 목적지 및 여행에 관심이 없어서(3.8)	집안에 돌봐야 하는 가족이 있어서(4.2)
5위	같이 갈 사람 없음 / 혼자 여행하기 싫음(3.3)	집안에 돌봐야 하는 가족이 있어서(3.7)	선호하는 목적지 및 여행에 관심이 없어서(4.1)

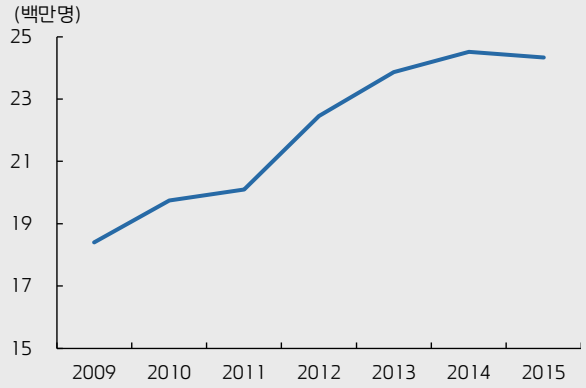
자료: 문화체육관광부 ,단위: %

II-3 내수 강화는 수요 변동성 완화로 연결

◎ 수요 기반 강화로 변동성 완화되면 숙박 인프라 투자로 연결될 것

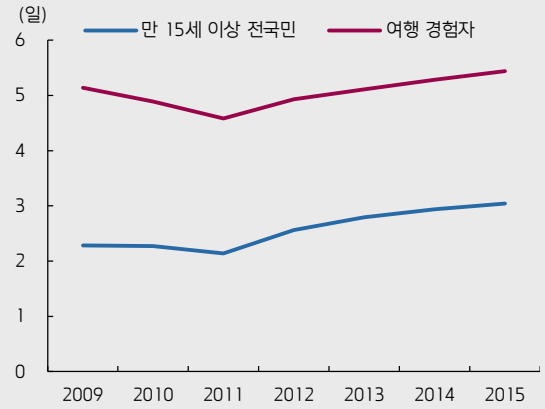
- 대체 휴일제도 도입에 소극적이던 우리나라의 경우도 14년부터 어린이날과 추석 등에 대체 휴일 제도를 도입해 숙박 여행에 적합한 연휴가 늘어나고 있어 숙박 여행 부담이 완화되고 있음.
- 문화체육관광부에서 실시하는 국민여행 실태 조사도 이런 추세를 반영하고 있음.
- 국제 유가 하락으로 항공권 가격이 낮아져 해외 여행의 가격 메리트가 존재하는 것은 사실이지만 국내 여행객과 외래객 입국 수요가 꾸준히 증가하고 있어 수요 기반 강화도 예상됨.
- 따라서 여가 시간 증가 국내 여행업의 가장 큰 우려인 높은 변동성이 완화되면 숙박 인프라 투자로 연결될 것으로 전망함.

국내 관광 여행 숙박 여행 참가자수 추이



자료: 문화체육관광부

국내 관광 여행 숙박일수 추이



자료: 문화체육관광부

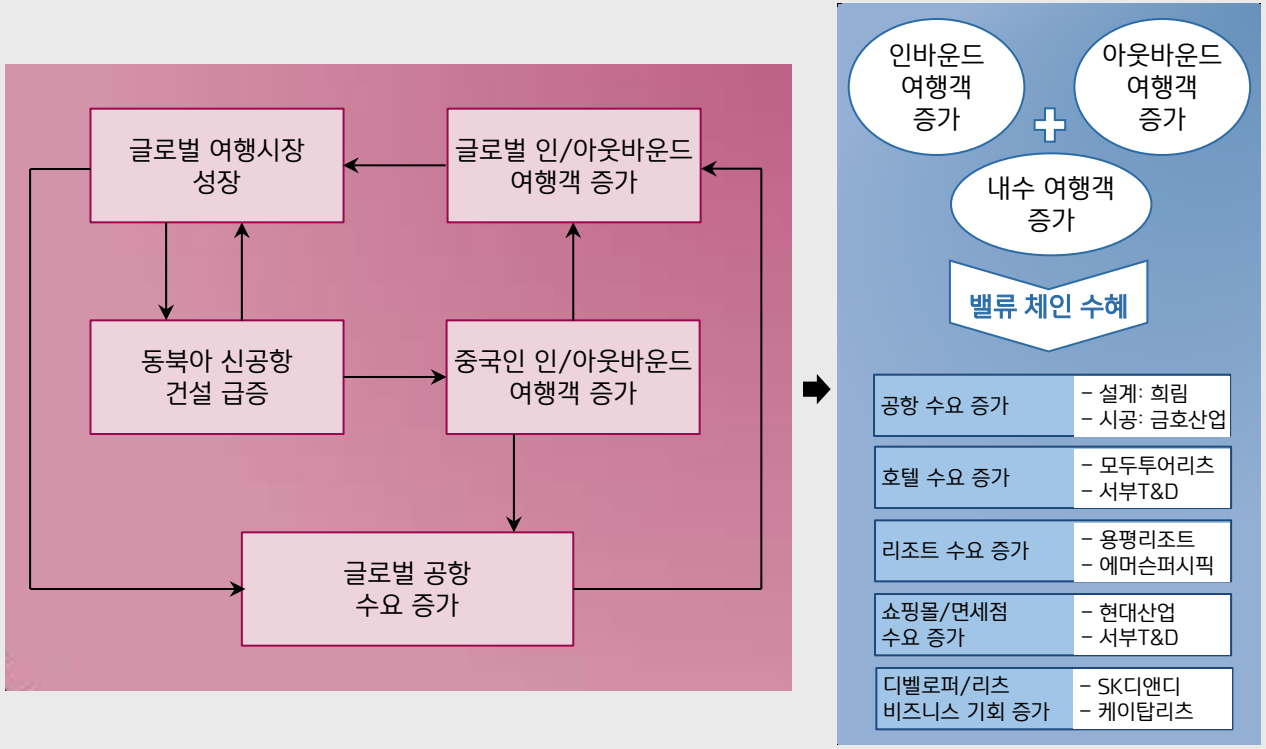
Part 3. 국내외 관광객 증가, 신공항 건설로 연결

동북아 공항 확장 열기, 한국식 공항 수출 추진과 국내 신공항 및 확장 계획으로 공항 특화 설계 및 시공업체 수혜

Analyst 라진성
02) 3787-5226
jsr@kiwoom.com

동북아 신공항 건설 급증이 몰고 올 나비효과

동북아 신공항 건설 급증이 몰고 올 나비효과



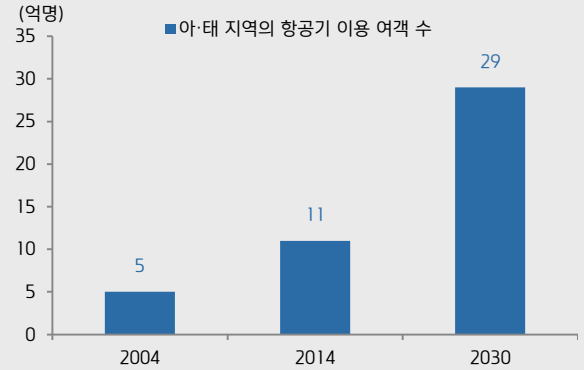
자료: 키움증권

공항 건설 Super-cycle 온다!

◎ 글로벌 공항프로젝트 건설 전망

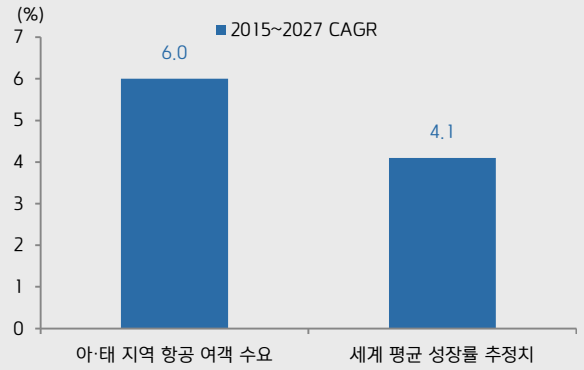
- 아시아태평양항공센터(CAPA)에서 15년 진행 중인 전세계 공항 건설에 투자되는 금액은 약 6,069억달러로 추정
- 아태지역에서 계획분 포함 공항 투자 금액은 총 2,268억달러, 북미 항공시장 투자비용1,077억달러 대비 2배 이상
  → 역내의 공항 신설 투자액은 912억 달러, 기존 공항의 확장은 1,356억 달러
- 특히, 중국은 2016년까지 국제선 노선 200개 증설(기존 663개 노선에서 30% 가까이 확대)
  → 2000억위안(약 36조원)을 투자해 일대일로 항공네트워크 구축을 위한 50여개 공항 프로젝트 계획
  → 2014년 말 202개의 일반공항(GA)이 지방 공항 신설로 2020년 260여 곳으로 증가할 전망
  → 중국 지방 공항 신설에는 780억달러(약 92조원)가 투자될 것으로 예상
- 베트남, 라오스, 필리핀을 비롯한 동남아 국가에서도 증가하는 항공 수요 대응을 위해 확장 및 신공항 개발 추진중
- 중동지역 역시 활발한 공항 투자 전망, 특히 이란은 향후 15년간 기존 공항 확장 및 신공항 개발 계획

아·태 지역의 항공기 이용 여객 수



자료: 국제항공운송협회(IATA), 키움증권

항공 여객 수요 연평균 성장률



자료: 세계공항협회(ACI), 키움증권

키움증권

공항 건설 Super-cycle 온다!

◎ 아시아·태평양 지역, 항공 인프라 시장 확대 전망
- 아시아 각국에서 대형 공공 인프라 공항 건설 붐
  → 중국·인도 등 신흥국부터 일본·홍콩·한국까지 아시아 허브공항을 목표로 경쟁적인 신·증설 진행 및 계획 중
- 저비용항공사(LCC)의 등장 등으로 기존 공항의 여객 수용 능력이 포화 상태에 도달한 것도 요인
- 14년 아시아 각국 주요 11개 공항 이용자 수는 총 5억 6600만명으로 최대 수용치의 97%에 육박

◎ 중국
- 베이징 제2공항 건설 중: 총 공사비 860억위안(약 15조7000억원)으로 2018년 1단계 완공 목표
  → 2025년 최종 완공되면 활주로 7개에 연간 1억3000만명의 여객 수용
- 상하이 푸둥공항: 작년 3월 세계 최대 에어버스 A380이 이착륙할 수 있는 제4활주로 완공, 제 5활주로 건설 중
- 공항굴기: 매년 공항 100개 신설 계획, 2030년까지 2,000개로 늘려 중국 내 모든 현을 항공망으로 연결 구상

◎ 홍콩
- 첵랍콕 국제공항: 2023년까지 인근 바다를 메워 제3활주로 건설, 연간 1억명 수용 계획
  → 62만 회의 항공기를 수용할 수 있는 대형 공항을 만들 계획, 제3활주로 건설에 투자하는 금액만 193억 달러

◎ 일본
- 2020년 도쿄올림픽 겨냥 항공 교통망 확대
- 도쿄 나리타공항: 작년 4월 750만명을 수용하는 저비용항공사(LCC) 전용 터미널을 완공
- 오사카 간사이공항: 두 번째 LCC 터미널을 올해 3월 완공할 계획

◎ 기타지역
- 싱가포르 창이공항: 연간 1억3,000만 명을 처리할 수 있는 시설을 중장기 마스터플랜으로 추진
- 말레이시아 쿠알라룸푸르공항: 2020년까지 연간 1억1000만 명을 수용할 수 있게 시설 확장
- 인도 나비 뭄바이 국제공항: 4단계에 걸쳐 진행되며 총 1,457억3,000만 루피(약 23억3,616만 달러) 투입 예정

중국 신공항 건설 급증이 몰고 올 나비효과

韓·中·日·인도 등 허브공항 목표로 신·증설 열기 (2015년 기준)

자료: 조선일보, 키움증권

공항 건설 Super-cycle 온다!

◎ 한국식 공항 수출 추진

- 장기적으로 안정적인 수익을 내기 위해 설계·건설·운영 등을 패키지로 하는 투자개발형 사업
- 필리핀, 베트남, 파라과이, 사우디아리비아 등에서 총 8,700억원 규모의 '공항 BOT(건설-운영-양도) 사업' 추진
- 필리핀 5개 지방공항의 BOT 사업: 필리핀의 대형 기업인 산미겔과 20% 대 80%의 지분으로 컨소시엄 구성
  → 인천국제공항공사 측은 시공, 운영 등을 30년간 책임, 공사를 따내면 국내 건설사들에 건설을 맡길 예정
- 파라과이 아순시온 공항 사업: BOT 방식으로 20년간 진행할 예정
- 사우디아라비아 타이프 공항 사업: 올해 1월 입찰자격사전심사(PQ) 통과
- 우즈베키스탄 타슈켄트 공항 사업: 총 3억5000만달러 투입, 우즈베키스탄이 재건펀드로 1억 달러를 투입하고, 한국이 EDCF 2억달러와 수출금융 5000만달러를 연계해 금융협력패키지로 지원해 양국 공동 자금 조성
  → 다음달 21일 차관계약 계획, 차관계약이 진행되면 한국 업체만 제한경쟁으로 입찰 가능

올해 정부가 추진 중인 주요 해외 공항 사업

국가	사업	발주처	사업자	사업비
필리핀	바콜로드·일로일로·다바오·라긴딩간·보홀 등 5개 지방공항 사업	필리핀 교통통신부	인천국제공항공사	미정
베트남	롱탄 신국제공항 사업	베트남 공항공사	인천국제공항공사	약 245억 7,000만원
파라과이	아순시온 공항 사업	파라과이 교통부	한국공항공사	약 1,521억원
사우디아라비아	타이프 공항 사업	사우디 항공청	한국공항공사	약 6,900억원
우즈베키스탄	타슈켄트 공항 여객터미널	우즈베키스탄 정부	한국 업체 제한 경쟁 입찰 전망	약 4,100억원

자료: 국토교통부(사업비는 협의 과정에서 변경될 수 있음), 키움증권

공항 건설 Super-cycle 온다!

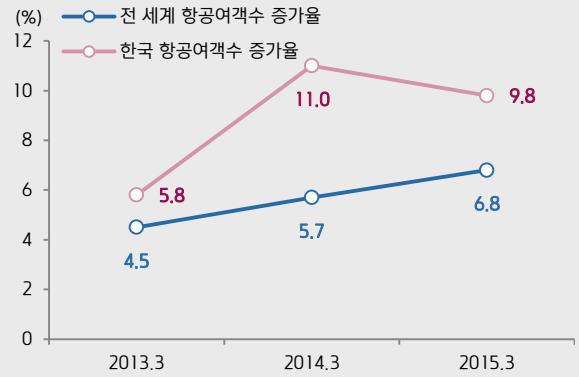
◎ 국내 공항 건설의 르네상스 시대가 온다!

- 공항 투자 확대 배경 – 1) 최근 LCC 성장과 중국인 관광객 급증 및 여가문화 확산으로 수요 증가
  2) 항공기 지연 증가

◎ 항공기 지연 증가 원인

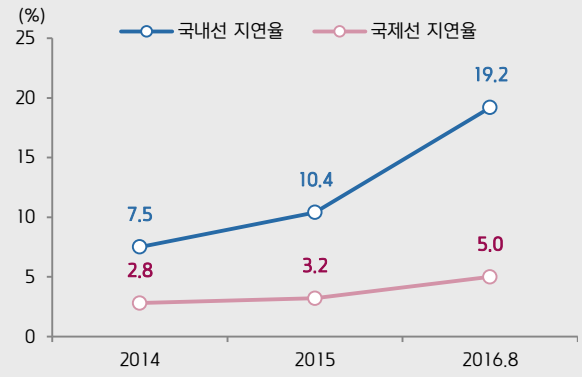
- 공항, 항로혼잡: 중국, 동남아, 제주노선 운항 증가로 인한 출.도착 지연 및 후속 항공편의 접속지연 증가
- 운항 프로세스: 선행편 지연시 촉박한 스케줄로 접속지연 급증,
  혼잡노선(제주-김포 등)을 동일 항공기가 반복 운항해 이전 지연 해소 곤란
- 기반시설 부족: 공항 주기장 부족, 강화된 보안검색 등으로 승객 탑승지연,
  피크시간대 카운터 등 시설 부족에 따른 탑승 지연 발생

항공여객수 증가율 추이



자료: 국제항공운송협회(IATA), 키움증권

항공기 지연운항 현황



자료: 세계공항협회(ACI), 키움증권

키움증권

공항 건설 Super-cycle 온다!

◎ 공항 인프라 신규 및 확충 투자 확대 전망, 제2의 전성기 도래!

- 공항 인프라 사업은 마무리 단계인 인천공항 3단계 사업의 후속조치로 공항 인프라 신규 및 확충 투자 확대 전망
- 국토부 중기재정계획 상 공항예산은 19년 1조원, 김해/제주 신공항이 착공하는 21년부터는 2조원으로 급증 전망
- 공항 인프라 사업 – 공항 규모와 신설·확충 여부에 따라 토목, 건축, 시스템까지 다양한 사업이 한꺼번에 발주
  – 대부분은 국내 14개 공항을 운영하는 한국공항공사와 인천국제공항공사의 재정으로 추진

◎ 진행 중인 공항 인프라 확충 현황

- 인천공항 3단계 확장사업: 17년 말 준공, 완공 땐 연간 6,200만명(기존 4,400만명) 수용, 총 사업비 5조원 수준
  – 세계적으로 국제선 여객 5,000만명을 수용하는 공항은 영국 히스로, UAE 두바이, 싱가포르의 창이 등 7개 정도
- 김해공항 국제선 터미널 증축사업: 17년 상반기 준공, 총 사업비 1,334억원

2026년까지 새로 건설 예정이거나 검토 중인 민간 공항

예상 발주 시기	프로젝트	총 사업비 규모	완료 예정 시기	내용
2016.11	흑산도 소형공항	1,835억원	2020년	신공항 건설
2016.11	제주공항 1차 단기 투자	2,400억원	2018년	활주로 시설확충 및 터미널 증축
2016.12	울릉도 소형공항	5,805억원	2020년	신공항 건설
2017	김해 신공항	4.2조원	2026년	신공항 건설, 3,800만명/年처리목표
2017	대구공항 통합이전	7.3조원 (공항건설 5.8조원)		
2018	제주 2공항	4.1조원	2025년	신공항 건설, 2,500만명/年처리목표
미정	광주 군공항 이전	5~6조원		
	새만금 신공항	4,000억원	2023년	신공항 건설
	백령도 소형공항	790억원	2024년	군+민간 겸용 신공항 건설
	서산 신공항	500억원	2020년	기존 공군 비행장에 민항시설 추가

자료: 국토교통부, 언론 정리, 키움증권 (일반적으로 공항 건설비는 총 사업비의 50% 수준)

Part 4. 수급불균형 해소를 위한 중가 숙박시설 확대 필요

국내 중가 숙박시설 공급부족
인/아웃바운드 여행객 증가와
내국인 국내 여행 활성화로
중가 호텔시장은 성장기회 존재

Analyst 라진성
02) 3787-5226
jsr@kiwoom.com

숙박시장, 수급분석이 필요하다!

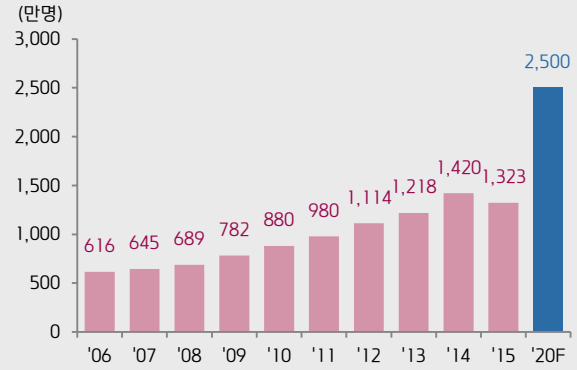
◎ 핫(HOT)한 글로벌 여행산업

- 글로벌 여행시장은 연 4%로 꾸준한 성장 중
- UNWTO에 따르면 – 2015년 관광산업규모: 글로벌 GDP 대비 9.8% (한국 GDP기여도 5.6%)
  – 2015년 해외관광객: 12억명 (2020년 13.6억명), 전세계인구의 15.9%가 세계를 여행
  – 2020년 동북아시아 인바운드 관광객: 2억명(세계평균 약 두배인 7.5% 성장)

◎ 동북아 여행시장의 핵심 한국!

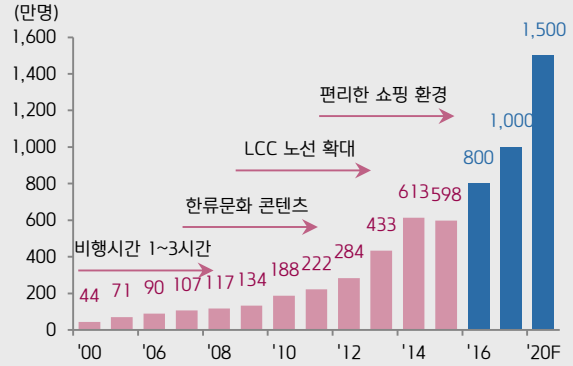
- 2020년 여행객 5,000만 시대 도래(인바운드 2,500만명, 아웃바운드 2,500만명)
- 서울은 아태지역 주요 도시 중 방콕다음으로 관광성장 도시
- 방한 중국인 관광객 2017년 1,000만명, 2020년 1,500만명에 육박할 것으로 예상

연도별 방한 외국인 관광객 추이 및 목표



자료: 문화체육관광부, 한국관광공사, 모두투어리츠, 키움증권

연도별방한 중국인 관광객 추이



자료: 관광지식정보시스템, 한국관광공사, 문화체육관광부, 키움증권

키움증권

숙박시장, 수급분석이 필요하다!

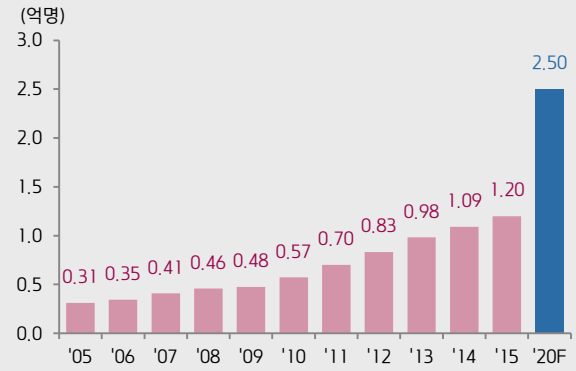
◎ 호텔 숙박가격에 민감했던 유커(遊客)

- 2015 외래 관광객 실태조사: 저가 관광의 중심에 있는 유커의 1인당 소비금액은 평균 2,319달러,
- 일본인의 827달러에 비해서도 무려 세 배에 가까운 금액, 호텔 숙박비 지출보다 쇼핑에 치중
- 그동안 관광객 확보를 위해 여행사가 숙박·식사 등의 여행경비 부담을 안고 데려오다 보니 저가 관광객이 다수

◎ 유커(遊客)에서 싼커(散客)로

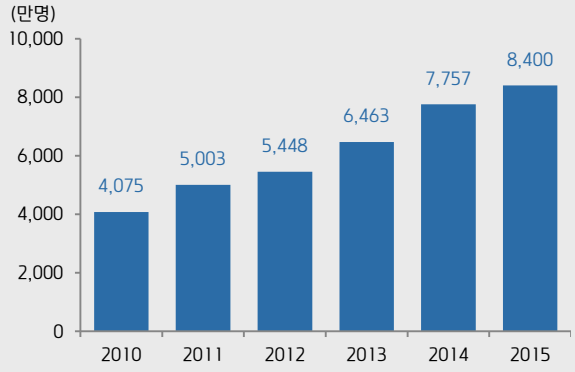
- 2015년 중국인 출국객 1억2천만명 중 개별자유여행객(FIT)비중 약 70%(방한 중국인 중 FIT 비율 58%)
- 중국 관광객 30세 이하 젊은 층이 호텔의 주소비계층으로 부각, 중국 개별자유여행객 중 30세이하 71%
- 싼커(散客)는 개별관광을 주로 떠나는 젊은 세대인 바링허우·주링허우(1980·90년대생)로 자유롭고 트렌드에 익숙하며 높은 소비력 보유 → **이전 세대 대비 숙박에 대한 가치 부여 증가**

중국인 해외관광객 전망치



자료: www.qyer.com, 모두투어리츠, 키움증권

중국인 개별자유여행객 추이



자료: 2015 해외자유여행보고서, 모두투어리츠, 키움증권

키움증권

숙박시장, 수급분석이 필요하다!

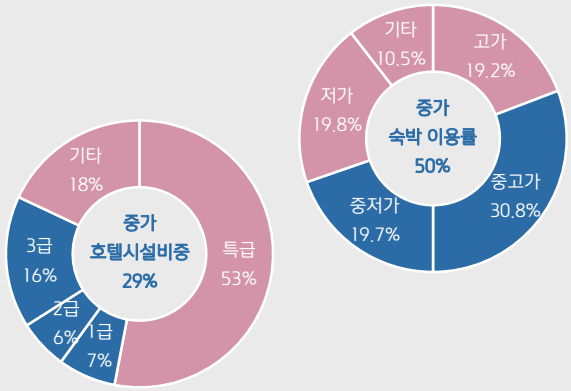
◎ 한국은 특급호텔과 모텔밖에 없는 왜곡된 시장구조

- 서울시내 관광호텔 절반이상이 특급호텔
- 해외 여행객들이 선호하는 비즈니스 호텔 객실 비중은 약 30% 대로 중저가 호텔 공급 부족
- 수요와 공급의 Mis-match 현상

◎ 수급불균형에 따른 문제점

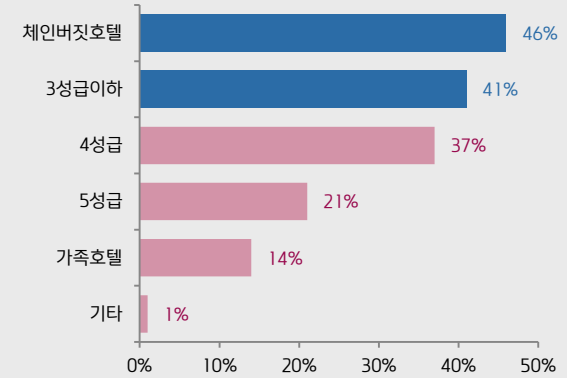
- 고가 시설은 공급과잉 수준, 숙박점유율 하락 및 수익률 저하 예상
- 중가 시설의 부족은 관광객의 인지 수준과 상이한 숙박으로 이어져, 관광객 만족도 저하 및 재방문율 하락 유도
- 중국인 관광객의 재방문율은 37.8%에 불과, 일본의 경우는 80%에 육박
- 중가 숙박시장은 성장의 기회가 존재!

서울 중고가/중저가 숙박시설 공급부족



자료: 서울시 관광과, 서울연구원2014, 모두투어리츠, 키움증권

해외 여행시 호텔등급 이용 계획 (복수응답)



자료: CSLA, 모두투어리츠, 키움증권

키움증권

숙박시장, 수급분석이 필요하다!

◎ 서울의 경우, 공급과잉은 고가/저가시장 이야기, 중가시장은 공급부족

- 2016년 기준, 고가 · 저가 공급과잉, 중고가 · 중저가 공급 부족
- 향후 전망: 2016년까지의 연평균 객실증가율이 2020년까지 지속된다고 가정하는 경우,
  2020년에 방한외래객이 2,320만 명을 초과할 경우 서울시내 중가 객실 부족 심화 예상

◎ 숙박 수요증가율은 방한외래객증가율과 양(+)의 상관관계

- 2016년 현재 기준으로 숙박 객실증가율은 연평균 8.9%로 전망
- 올해 정부목표치인 1,650만 명의 외래객이 방문하는 경우 최근 5년간 숙박수요 연평균 증가율은 11%로 지속
- 현시점의 객실증가율(8.9%)이 계속 유지된다고 가정할 경우,
- 숙박수요 증가세는 이보다 높은 수준이므로 객실 부족은 심화될 것으로 전망

서울시 가격유형별 숙박시설의 1일 객실 수급분석 (2016년 기준)

구분 (단위: 실)	객실수요(A)			객실공급(B)	수급(B-A)
	외국인	내국인	합계		
고가(20만원↑)	8,556	1,383	9,939	12,955	**3,017**
중고가(10-20만원)	15,265	1,015	16,280	12,138	**△4,142**
중저가(6-10만원)	15,402	885	16,287	11,026	**△5,261**
저가(6만원↓)	13,640	1,701	15,341	21,055	**5,714**
합계	52,863	4,984	57,847	57,174	**△673**

자료: 문화체육관광부, 키움증권

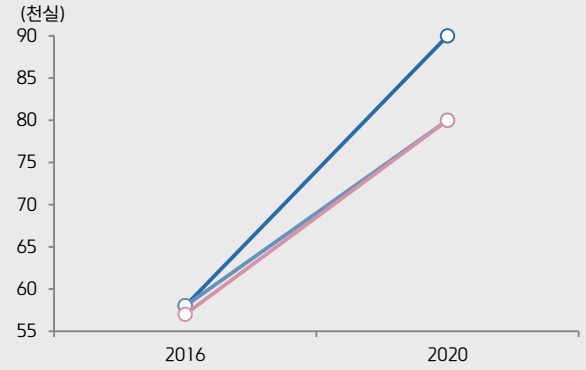
숙박시장, 수급분석이 필요하다!

◎ [시나리오 1] 숙박 수요 증가율 〈 공급 증가율
- 숙박수요 증가세가 공급증가세(연평균 8.9%)보다 낮은 수준인 경우,
- 수요부족분은 시간이 지남에 따라 자연적으로 해소 가능

◎ [시나리오 2] 숙박 수요 증가율 〉 공급 증가율
- 숙박수요의 연평균증가율이 공급증가율(연평균 8.9%)보다 더 높을 경우 현 수급불균형이 심화될 것으로 전망
- 중고가 및 중저가 시장의 신규 수요에 대한 공급확충 필요

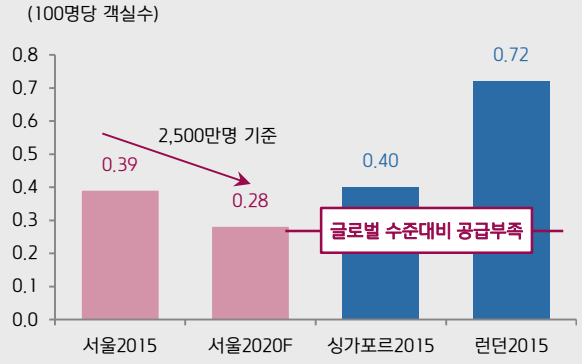
◎ 중가 숙박시장은 성장의 기회가 존재!
- 싼커(散客)를 비롯해 내외국인 여행객 등 수요 증가에 대처하기 위해 중가 숙박시장은 성장할 가능성이 높은 상황

2016년 대비 2020년 숙박수급 전망



자료: 문화체육관광부, 키움증권

주요도시 외래관광객 호텔 공급량



주: 외래관광객 중 80.4% 서울 방문 가정,
현재 사업승인 받은 물량의 60% 3년 내 공급 가정
자료: 한국관광공사, 싱가포르 및 영국 관광청, 모두투어리츠, 키움증권

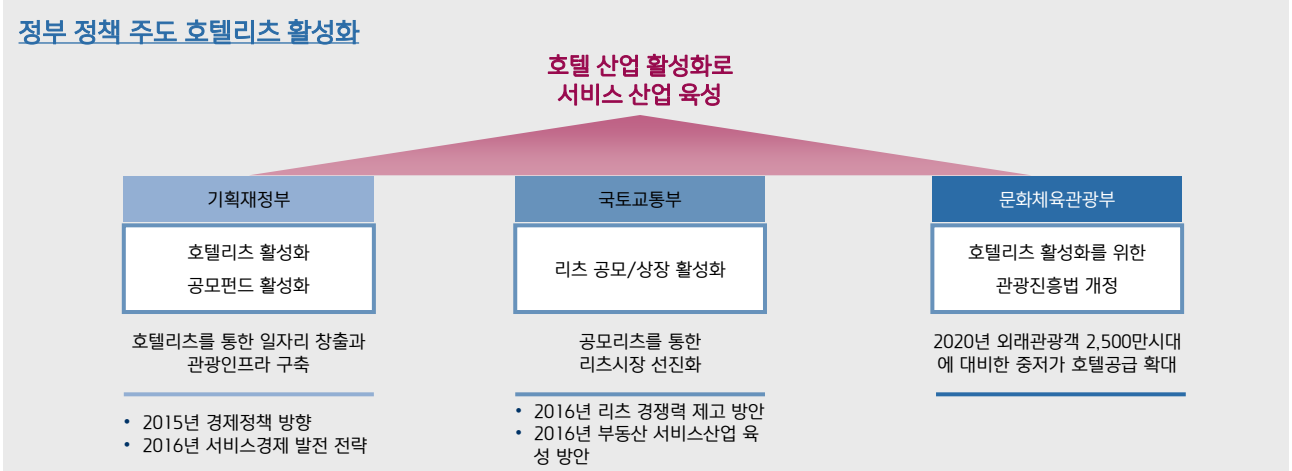
키움증권

숙박시장, 국내 호텔리츠의 성장 가능성

◎ 정부 정책 주도 호텔리츠 활성화

- 기재부 – "서비스경제 발전전략": 7대 유망서비스업 육성에 포함
  → 호텔리츠 금융지원 확대, 관광기금 융자대상에 호텔리츠 업종을 포함해 해외진출 지원
- 국토부 – "부동산투자회사법 일부개정안"
  1) 공모의무 기간 연장(1.5년→2년): 사모리츠가 대형화를 통해 공모로 전환할 수 있는 여건 마련
  2) 리츠의 자회사 설립 허용업종을 리츠 소유의 부동산에서 호텔업을 영위하는 회사 등으로 확대
- 국토부 – "부동산 서비스산업 발전방안": 리츠를 부동산 선도산업으로 육성
  → 공모상장 기틀 마련, 공모활성화를 통한 단계적 다각화 및 대형화
  1) 앵커리츠 등을 활용해 안정적 수익을 창출하는 모델 발굴
  2) 리츠 상장요건 개선, 기금 및 세제지원 등을 통해 기존 사모리츠의 공모전환, 신규 상장리츠 발굴

정부 정책 주도 호텔리츠 활성화



자료: 기획재정부, 국토교통부, 문화체육관광부, 모두투어리츠, 키움증권

숙박시장, 국내 호텔리츠의 성장 가능성

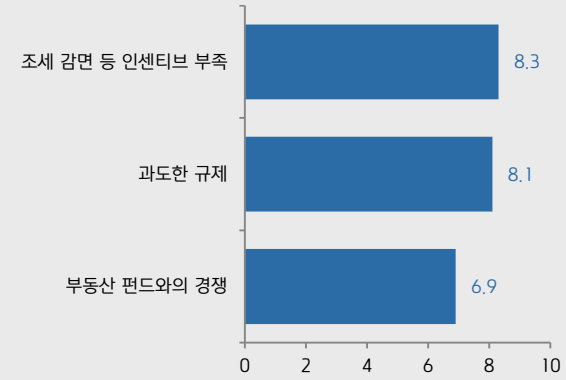
◎ 리츠 시장 투자저변 확대 필요

- 비슷한 시기 도입된 일본, 싱가포르 등 선진국 사례와 경쟁상품인 부동산펀드와 비교할 때 아직 리츠 발전 수준이 낮음
  - 주요국 상장리츠 시가총액('15년) : 미국 1,000조원, 일본 100조원, 싱가폴 59조원, 한국 0.1조원
  - 리츠 상장비율: 홍콩 100%, 싱가포르 100%, 미국 90%, 일본 93%, 한국 1%
- 도입 초기 기업구조조정 촉진을 위해 공모 분산의무 특례를 준 CR리츠 위주 운용→대기업과 기관투자자의 사모형태로 발달
- 재무적 투자자 및 일반 국민의 안정적 투자 수요를 만족시키기 위한 리츠 대형화 및 투자자산 다각화 니즈 증가

◎ 상장 리츠 활성화를 위해서는 "세제혜택"이 필요

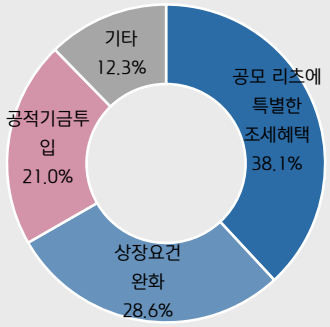
- 대부분의 국가에서 리츠는 공모 상장을 전제요건으로 펀드와 다른 별도의 세제혜택 부여하여 상장 리츠의 사회적 편익 도모
- 최근 정부는, 1) 일반국민이 다수 투자하는 공모 리츠에 법인세 과세이연, 취득세 감면 등 별도 세제혜택을 추진하고,
  2) 자기관리리츠(특히 공모형)가 90%이상 배당시 도관체로 보아 법인세를 공제하는 등 이중과세 해결 추진 중

리츠 활성화 부진 원인 설문조사 (10점 만점 답변)



자료: 국토교통부, 키움증권

리츠 상장 활성화를 위한 방법 설문조사



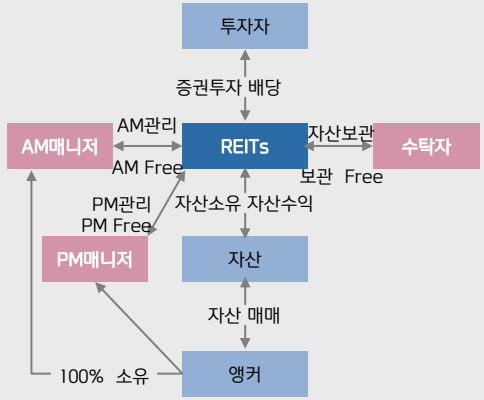
자료: 국토교통부, 키움증권

숙박시장, 호텔리츠 선진국 사례 및 시사점

◎ Point 1. 앵커 리츠(Anchor REITs, Sponsored REITs)

- 앵커리츠는 개인투자자가 아닌 개발·건설업자, 호텔·유통 대기업, 금융기관, 연기금 등이 최대주주가 되어 리츠의 자금조달과 자산운용(AMC), 시설관리 등을 전반적으로 지원, 안정성 및 신뢰성을 높여주는 구조를 의미
- 싱가포르의 경우, 정부 관계기업(GLC·Gonvernment Linked Company), 디벨로퍼, 재벌 등이 스폰서로 참여
  - 유명한 스폰서 '테마섹(Temasek, 싱가포르 국영 투자회사)': 지주회사형태로 GLC의 부동산 투자 관리
  - '테마섹(Temasek)' 유명 자회사: CapitaLand(부동산 개발업체), Mapletree(부동산 투자회사) 등
  - 사례) CapitaLand가 앵커가 되어 CMT(자산:리테일, 시총:6조원), Ascott Residence Trust(호텔 2조원), CCT(오피스 SOC, 4조원) 등 5개 리츠 상장
- 국내 시사점 – 국내 역시 정부 기관이나 연기금이 앵커로 참여하는 리츠가 기대되며, 호텔, 몰, 백화점, 마트, 편의점, 주택 등을 비즈니스로 영위하는 대기업이 앵커로 참여하는 리츠 나타날 전망
  실제로 호텔리츠인 모두투어리츠 상장, 내년 상반기에는 이랜드가 앵커로 참여하는 몰리츠 상장 예정

싱가포르 앵커리츠의 일반적인 구조 및 호텔리츠 현황



호텔 리츠	자산	시가총액	스폰서
ASCOTT RESIDENCE TRUST	서비스 레지던스	1.54T	Temasek Holdings(싱가포르 국영 투자회사), CapitaLand Limited(아시아 최대 부동산 개발업체, Temasek Holdings가 최대주주)
CDL HOSPITALITY TRUSTS	호텔	1.10T	Hong Leong Group(싱가포르 최대 민영 기업), M&C(Hong Leong Group의 호텔체인으로 싱가포르 최대 호텔 체인)
ASCENDAS HOSPITALITY TRUST	호텔	672.63B	Temasek Holdings(싱가포르 국영 투자회사), JTC Corporation(싱가포르 내 산업단지 관리 주관)
OUE HOSPITALITY TRUST	호텔	991.80B	Lippo Group(아시아 최대 복합기업이자 부동산 개발업체), OUE Limited(Lippo Group 계열사로, 싱가포르 부동산 개발업체)
FAR EAST HOSPITALITY TRUST	호텔	887.70B	Far East Organization(싱가포르 부동산 개발 기업, 싱가포르 최대 재벌 Ng Teng Fong 일가)
Frasers Hospitality Trust	호텔	1.03T	Frasers Centrepoint Limited(싱가포르 유수의 민간 부동산 개발업체), TCC Group(태국 최대 재벌)이 Strategic Partner로 참여

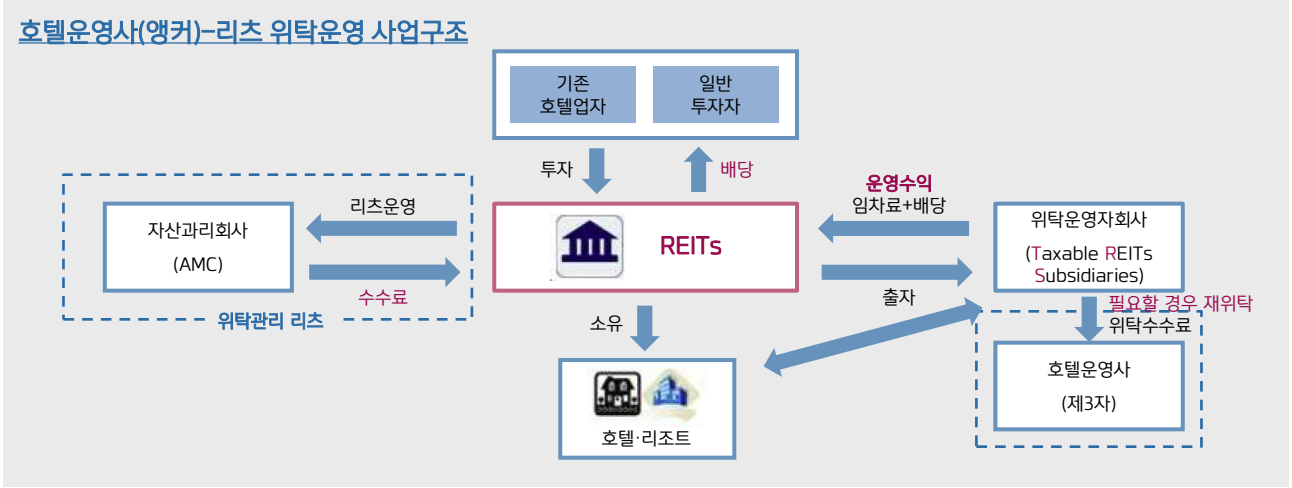
자료: 각 사, Bloomberg, 키움증권

숙박시장, 호텔리츠 선진국 사례 및 시사점

◎ Point 2. 글로벌 호텔산업은 소유와 운영을 분리

- 해외 호텔리츠는 호텔건물은 리츠가 소유하되, 호텔운영은 위탁운영 자회사(TRS)가 위탁운영하거나 브랜드를 가진 운영사(제3자)에게 재위탁하는 구조가 활성화, 리츠는 자본시장에서 자금을 조달해 효율적으로 다수의 호텔을 매입하는 역할
- 장점 : 1) 리츠는 자회사에 대한 지분투자로 운영수익을 획득할 수 있고, 자회사는 안정적인 수수료 수입이 가능
  2) 호텔건물의 유동화 가능 – (사례 1) 대형호텔업자가 직접 리츠를 설립하여 호텔건물을 유동화하고, 호텔운영사로서 안정적인 위탁수수료만 받는 고도화된 경영구조가 가능(세계적인 호텔그룹(인터콘티넨탈, 메리어트, 하얏트, 리츠칼튼 등)은 대부분 호텔운영사로서 '리츠-위탁운영 방식(美TRS구조)'을 활용하고 있음)
  – (사례 2) 스폰서가 리츠의 대주주가 되며, 호텔건물을 유동화한 후 다시 임차받아 운용하는 Sale&Lease Back/ Master Lease 가능
- 국내 시사점 – 호텔운영사를 리츠의 위탁운영 자회사로 설립 가능하도록 허용하는 부동산투자회사법 시행령이 7월 22일

호텔운영사(앵커)-리츠 위탁운영 사업구조



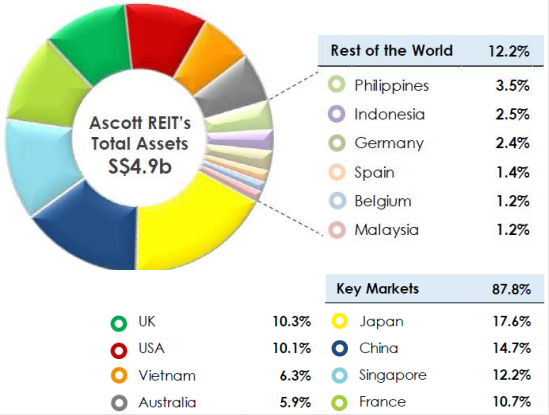
자료: 문화체육관광부, 키움증권

숙박시장, 호텔리츠 선진국 사례 및 시사점

◎ Point 3. 해외 진출을 통한 자산 다변화 및 적절한 마스터리스 활용으로 안정적인 수익 유지

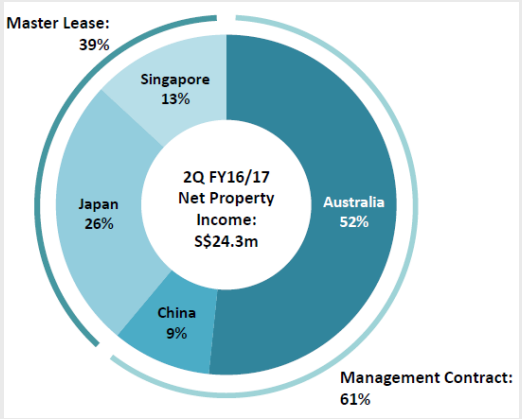
- 싱가포르 호텔리츠의 경우 적극적으로 해외 호텔자산에 분산투자하는 전략을 통해 경기 변동에 따른 리스크 헷지
  → 1) 정치적으로 안정되고, 2) 여행에 대한 수요가 높으며, 3) 부동산 투자가치가 높은 선진 시장 투자를 선호
- 마스터리스를 통한 Fixed income과 위탁경영계약을 통한 variable income으로 균형 잡힌 수익구조
- 국내 시사점 – 1) 해외에 투자된 부동산펀드는 전체의 34.1%,
  리츠는 2건에 불과("제이알글로벌제2호(일본 물류센터)", "케이리얼티재팬제1호(일본 판매시설)")
  2) 정부 역시 급증하고 있는 해외여행객(outbound) 수요에 대응하여
  국내 호텔업의 리츠를 통한 해외 진출 확대를 통한 수익 창출 필요에 공감하고 규제 완화 중
  3) 리츠의 위탁운영 자회사 및 환헤지 파생상품 투자를 허용(negative규제)하고,
  호텔리츠에 대한 관광기금 투입 등 해외진출 지원
  4) 리츠의 자산 투자운용 규제체계를 파지티브 규제에서 네거티브 규제로 개선

자산구조: 특정 지역과 자산에 치우치지 않는 다변화



자료: Ascott Residence Trust(16.9.30 기준), 키움증권

수익구조: 균형잡힌 마스터리스와 위탁경영계약



자료: Ascendas Hospitality Trust(16.9.30 기준), 키움증권

키움증권

숙박시장, 호텔리츠 선진국 사례 및 시사점

◎ Point 4. 세제혜택

- 싱가포르 등 대부분의 선진국은 상장을 전제로 리츠에 세제혜택 부여
- 미국 – 공모(100인 이상)로 운영되는 리츠는 자기관리에도 법인세 혜택이 있으며, '93년 양도소득세 이연(UP-REITs) 도입 후 리츠 폭발적 성장 (세제 요건) 100인 이상 투자, 90%이상 배당, 75%이상 부동산투자 등
- 싱가포르 – 리츠는 상장시 세제혜택을 주어 장기 임대수익 목적으로 운영, 펀드는 사모로 세제혜택 없이 단기 매각차익을 목적으로 운영
- 국내 시사점 – 국내 리츠 상장 저조의 가장 큰 요인은 세제혜택이 없다는 점, 상장 리츠의 편익을 인정해 세제혜택 부여 필요

◎ Point 5. 공적 기금 투입

- 싱가포르(국부펀드), 일본(일본은행 리츠 투자) 등 공적기금이 투입된 상장리츠가 대표주로서 리츠 대중화에 큰 역할 수행
- 국내 시사점 – 해외 선진국과 달리 상장 리츠에 대한 공적 기금 투입 사례 없음, 정부기관이나 연기금 중심의 앵커리츠 기대

해외 리츠 종합 비교

구분	미국	호주	일본	싱가포르	홍콩
도입	1960년	1971년	2000년	2002년	2003년
상장규모 (15.5월)	216개, 1,000조원 (1개당 4.6조)	43개, 110조원 (1개당 2.6조)	52개, 100조원 (1개당 1.9조)	39개, 60조원 (1개당 1.5조)	12개, 33조원 (1개당 2.8조)
세제혜택 요건	주주 100명 (법인세 면제)	100%배당시 (원천세, 배당소득세)	주주 50명 (법인세)	상장(주주500명) (인지세, 소득세)	상장 (수익세 면제)
유형	제한없음 (대부분 회사형, 자기관리)	신탁형 위탁관리 (결합증권형 가능)	회사형 위탁관리	신탁형 위탁관리	신탁형 위탁관리
성장요인	93년 부동산 위축시 대안으로 발달	90년대 퇴직연근시장 급속한 발전	정부 CRE(기업보유 부동산매각) 정책	국부펀드 투자 CMT리츠 최초 상장	홍콩주택청 자산 유동화(Link 리츠)

자료: 문화체육관광부, 키움증권

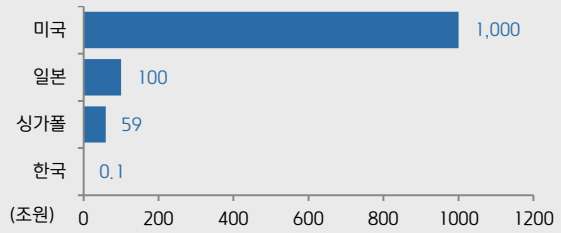
해외 선진국 리츠 성장요인

◎ 미국, 호주형
- 60~70년대 도입되어 부동산·자본시장 환경에 따라 발달, 세제혜택 외 규제 최소화 → 장기간에 걸쳐 자본시장 발달

◎ 미국
- 60년대 도입되어 위탁관리 대출형에서 안정적 수익 창출이 가능한 자기관리 지분형 회사형으로 발달
  - '90년대 부동산시장 위축 시에 부동산 분야 자금조달 대안으로 UP-REITs(양도세 이연) 도입 후 리츠 급속히 성장
  - '91년 Kimco(REITs)의 성공적인 IPO부터 대형 자기관리리츠가 부동산 자금모집 대안으로 발전
    → 대표주(Blue Chip Stock) 역할
- 상장 리츠: ('71년) 34개 15억$ → ('00년) 189개 1,387억$ → ('15년) 216개 9,074억$
- 부동산 펀드는 리츠의 30% 규모('00~11년 6,500억 달러)
  → 개발사업 투자비율(개발형 60%이상)이 높고, 사모로 운영(세제혜택 無)

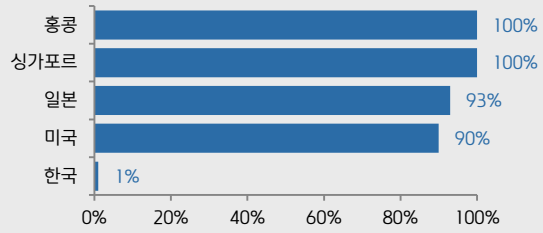
◎ 호주
- '71년 부동산과 자본시장 결합요구에 따라 LPT(listed property trust)가 호주 증시에 상장, 현재 43개 리츠(1천억$) 상장
- '90년대초 부동산시장 위축 → 비상장 부동산신탁의 투자자 대량 환매 요구 → 비상장 부동산신탁 강제 상장
  → 리츠(당시 LPT) 급성장

주요국 상장 리츠 시가총액 ('15년 기준)



자료: 국토교통부, 키움증권

주요국 리츠 상장 비율



자료: 국토교통부, 키움증권

키움증권

해외 선진국 리츠 성장요인

◎ 일본, 싱가포르, 홍콩형
- 2000년대 초반 도입, 상장 시 세제혜택, 앵커(개발업자/정부/연기금/대기업)투자 → 정부지원 등을 통해 발달

◎ 일본
- '00년 도입, 상장리츠 시가총액 900억$, 저금리 시대에 높은 배당률로 급성장하였고, 대기업이 앵커가 된 리츠 발달
- 주주 50명 이상 투자할 경우 세제혜택을 주어 대부분 리츠(93%)가 상장
- '07년 CRE(기업보유 부동산매각)전략은 리츠 성장 촉진
- 부동산 펀드는 사모로 단기 운영되며, 리츠의 약1/10규모
  → 주로 개발업자의 출구전략으로 사용되며 리츠로 전환되기도 함

◎ 싱가포르
- 상장된 경우에만 세제혜택을 주어 모든 리츠가 상장되며 시가총액은 540억$로 작은 부동산규모에 비해 고도로 발달
- 국부펀드 또는 대형 개발업자(capitaland 등)가 앵커인 대형 리츠가 발달하여 리츠 성장 견인
- 해외투자(34%)로 국부 창출효과 큼

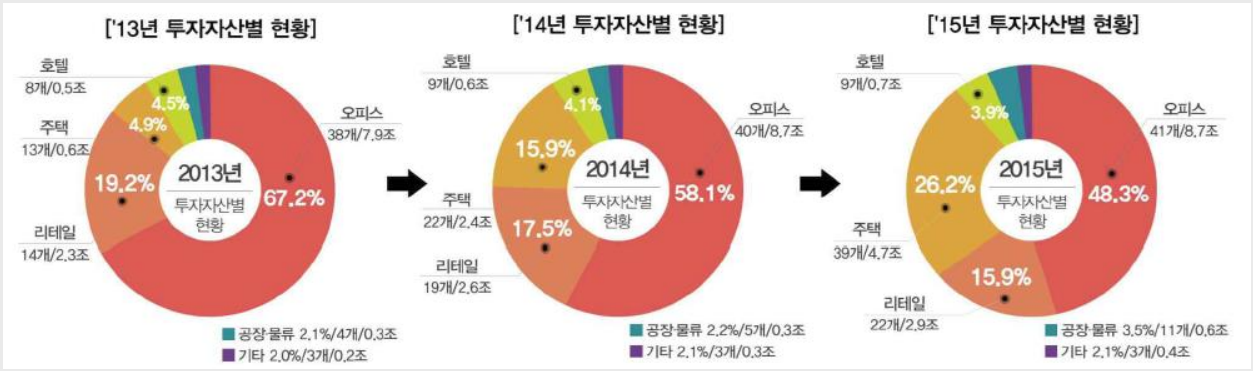
◎ 홍콩
- 상장 리츠에 수익세 등을 면제하고 있어 모든 리츠가 상장
- 중국 본토에 대한 자금투입 및 수익 창출 역할 수행
- 홍콩주택청 자산(주차장, 상업시설) 유동화에 리츠를 활용하여('05년 Link REITs) 리츠 인지도 획기적 제고 및 상장 활성화

◎ 시사점
- 상장 리츠에 차별화된 세제혜택을 부여하고 있으며, 상장 활성화에 리츠 대표주(blue chip stock)가 큰 역할 수행
- 일본/싱가포르/홍콩형 → 상장 리츠에 대한 차별화된 정부지원 및 앵커리츠 활성화를 통한 리츠 신뢰도 제고 필요

부동산투자회사 및 부동산펀드 현황(`15년말 기준)

리츠의 기본구조

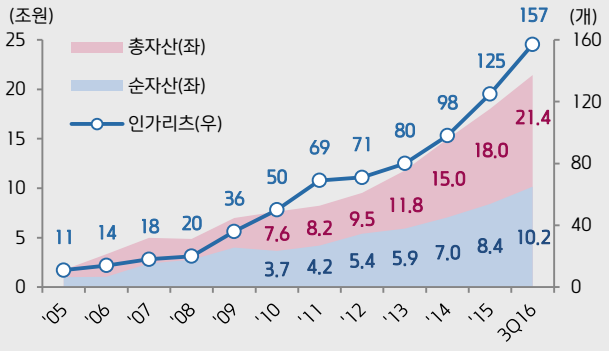
국내 리츠 투자자산별 현황



자료: 조선일보, 키움증권

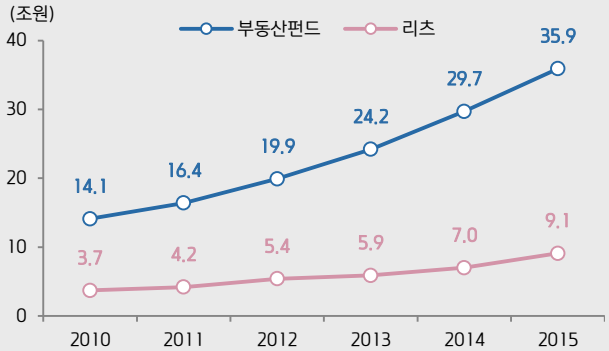
부동산투자회사 및 부동산펀드 현황(`15년말 기준)

연도별 리츠 및 자산규모 현황



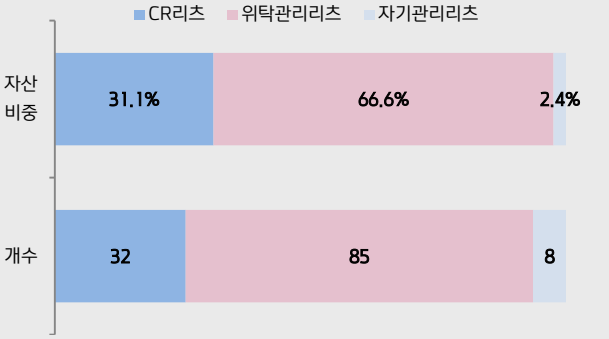
자료: 국토교통부, 키움증권

부동산펀드와 리츠 순자산 추이



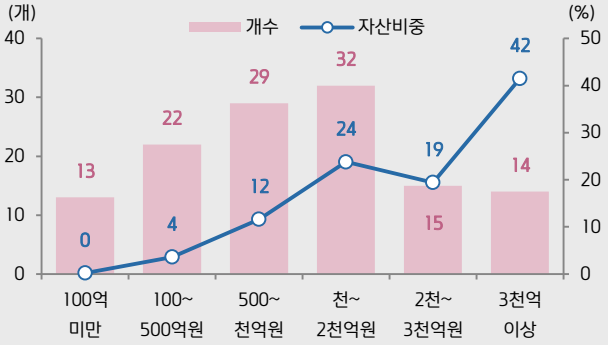
자료: 국토교통부, 키움증권

리츠 유형별 운영현황 (15년 기준, 자산규모 18조원)



자료: 국토교통부, 키움증권

리츠 규모별 현황 (15년 기준)



자료: 국토교통부, 키움증권

키움증권

Part 5. 중국인 여행패턴 변화, 놀거리가 필요하다

스키타러 오는 여행객 증가, 고급 리조트 수요 증가 등 여행객들의 니즈에 맞춘 놀거리 제공이 필요

Analyst 라진성
02) 3787-5226
jsr@kiwoom.com

리조트시장, 스키 타러 오는 관광객 증가

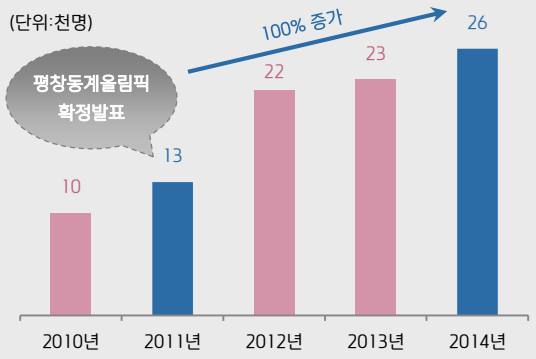
◎ 스키 타러 오는 관광객 증가

- 중국 스키 인구 증가에 따라 지리적 이점을 갖춘 국내 스키장 성장 전망
- 해외 관광객들에게 동계 휴양지로 부상하기 시작한 강원도 평창
- 춘절 기간에 강원도 스키장에 방문하는 중화권 관광객수 11년 대비 14년 2배 증가
- 앞에서 살펴본 것처럼 동북아 신공항 증가로 인/아웃바운드/내수 여행객이 점차 증가할 전망 → 리조트 수요 증가할 전망

◎ 2018년 평창동계올림은 좋은 기회!

- 경제적 파급효과 1) 외국인 관광객 소비지출 파급효과 1.2조원
  2) 내국인 관광객 소비지출 파급효과 4,000억원
  3) 향후 10년간 관광효과 32.2조원

춘절기간에 강원도 스키장에 방문하는 중화권 관광객수



주: 춘절기간 강원도내 주요 14개 리조트 숙박 예약 인원 기준
자료: 현대경제연구원(2014), 키움증권

국가별 외국인 입장객 현황 (스키장 14개 기준)

	14/15	15/16	증감율
일 본	1,712	3,455	102%
중 국	61,459	143,978	134%
대 만	77,033	113,668	48%
홍 콩	80,700	73,499	-9%
싱 가 폴	44,585	30,410	-32%
태 국	60,034	57,041	-5%
말레이시아	29,498	24,977	-15%
인도네시아	14,161	9,782	-31%
필 리 핀	1,904	2,160	13%
베 트 남	382	1,162	204%
러 시 아	3,234	2,621	-19%
주한외국인/미국	5,744	12,644	120%
기 타	29,655	37,362	26%
합 계	410,101	512,759	25%

자료: 한국스키장경영협회(15/16시즌), 키움증권

리조트시장, 붐비는게 싫다! 세컨드 하우스가 필요하다!

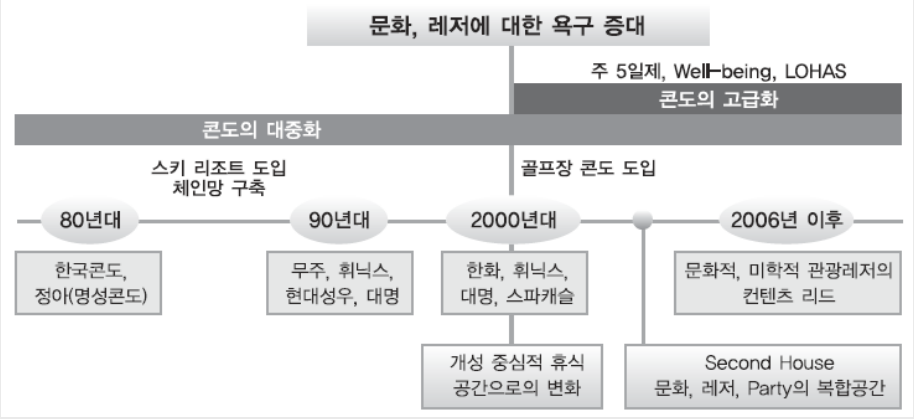
◎ 붐비는게 싫다!

- 앞에서 살펴본 것처럼 동북아 신공항 증가로 인/아웃바운드/내수 여행객이 점차 증가할 전망
- 리조트의 대중화 이면에는 타인과 공유하고 싶지 않은 수요가 존재
- 수요와 공급법칙 위에 있는 프리미엄 리조트 시장이 열리고 있다는 판단

◎ 세컨드 하우스가 필요하다!

- 국내외를 불문하고 부유층에게는 세컨드 하우스에 대한 니즈가 강하게 존재
- 미국과 영국 등 선진국의 경우 1인당 국민소득 3만달러 이상부터 세컨드하우스 성장
- 여가 활동에 대한 수요 증가로 30~40대 젊은 층에게도 세컨드 하우스 인기

콘도미니엄 리조트의 컨셉 변화 추이



자료: 하나금융경영연구소, KIS Credit 키움증권

Part 6. 기업분석

하나투어(039130)

한진칼(180640)

희림(037440)

금호산업(002990)

모두투어리츠(204210)

용평리조트(070960)

에머슨퍼시픽(025980)

Analyst 조병희
02) 3787-5129
bhcho@kiwoom.com

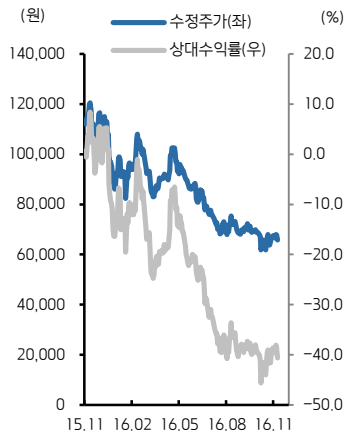
Analyst 라진성
02) 3787-5226
jsr@kiwoom.com

하나투어(039130)

BUY (Maintain)

주가(11/25): 65,800원/TP:85,000원

KOSPI(11/25)			1,974.46pt
시가총액			7,469억원
52주 주가동향		최고가	최저가
		120,500원	61,800원
최고/최저가 대비 등락율		-46.64%	4.05%
주가수익률		절대	상대
	1M	-4.3%	-0.6%
	6M	-30.3%	-31.4%
	1Y	-43.1%	-41.8%
발행주식수			11,616천주
일평균 거래량(3M)			80천주
외국인 지분율			16.87%
배당수익률(16.E)			1.39%
BPS(16.E)			16,899원



◎ 면세점 우려 남아 있지만 인천공항 확장과 항공사 공급 증대의 최대 수혜

- 하나투어의 주력 사업인 해외 송객 사업은 M/S 가 꾸준히 높아지며 경쟁력이 강화되고 있음에도 불구하고 면세점 부진이 더 크게 부각되며 주가는 약세가 나타났음.
- 여기에 추가 사업자 진입 가능성도 남아 있어 면세점 고객 유치 경쟁은 17년에도 이어질 전망임.
- 다만 향후 하나투어는 고가 명품 유치와 매장 규모로 경쟁하기보다는 선택과 집중 방식을 선택할 가능성이 높고, 여행사/호텔/면세점 고객을 순환시킬 수도 있어 최악의 국면은 지나가고 있다고 판단됨.
- 따라서 17년은 확장되는 인천공항과 이를 활용하려는 항공사들의 공급 증가 효과로 여행객들의 선택의 폭이 더욱 넓어질 것으로 전망되는 만큼 M/S 1위 기업인 하나투어의 규모의 경제 효과는 더욱 강화될 것으로 기대됨. 따라서 투자의견 'BUY'를 유지하고 목표주가 '85,000원'을 제시함.

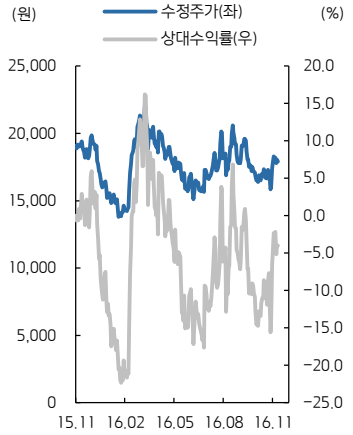
투자지표	2014	2015	2016E	2017E	2018E
매출액(억원)	3,855	4,594	6,012	6,786	7,450
보고영업이익(억원)	404	447	252	453	666
핵심영업이익(억원)	404	447	252	453	666
EBITDA(억원)	476	540	332	537	755
세전이익(억원)	462	469	260	505	724
순이익(억원)	354	342	118	383	549
지배기업주주순이익(억원)	334	317	124	375	538
EPS(원)	2,879	2,732	1,067	3,232	4,636
증감율(%)	-1.5	-5.1	-61.0	203.0	43.4
PER(배)	27.1	42.1	107.8	35.6	24.8
PBR(배)	5.0	6.8	6.8	6.1	5.2
EV/EBITDA(배)	15.7	23.1	32.0	21.0	14.5
보고영업이익률(%)	10.5	9.7	4.2	6.7	8.9
핵심영업이익률(%)	10.5	9.7	4.2	6.7	8.9
ROE(%)	18.6	16.9	5.5	17.0	21.6
순부채비율(%)	-111.0	-87.0	-98.3	-99.1	-98.4

한진칼(180640)

BUY (Maintain)

주가(11/25): 17,600원/TP:27,000원

KOSPI(11/25)		1,974.46pt
시가총액		10,647억원
52주 주가동향	최고가	최저가
	22,008원	13,792원
최고/최저가 대비 등락율	-18.67%	29.79%
주가수익률	절대	상대
1M	5.9%	10.0%
6M	4.1%	2.3%
1Y	-6.2%	-4.0%
발행주식수		59,707천주
일평균 거래량(3M)		613천주
외국인 지분율		3.30%
배당수익률(16.E)		0.38%
BPS(16.E)		24,093원



◎ 중형기 투입이 가능한 진에어의 차별적인 경쟁력

- 한진칼은 지난 3분기 진에어가 400억원이 넘는 영업이익을 기록하며 526억원의 사상 최대 영업이익을 기록했음.
- 수요도 증가하고 있지만 경쟁도 심화되고 있는 단거리 노선 외에 B777기를 투입, 하와이와 호주 등 중장거리 지역 수요도 확보가 가능하다는 점이 차별적인 경쟁력임.
- 여행업과 호텔 사업도 회복 조짐이 나타나고 있고, 계열사에 대한 추가적인 자금 지원 우려도 해소되고 있으며, 무엇보다 31.5% 지분을 보유중인 대한항공이 저유가와 미주 노선 서비스 정상화를 통해 이익 안정성이 높아지고 있어 주가의 버팀목 역할을 할 것으로 기대함.
- 따라서 보유 자산 및 실적 개선 기대감에 비해 저평가되고 있다는 점에서 투자의견 'BUY'와 목표주가 '27,000원'을 유지함.

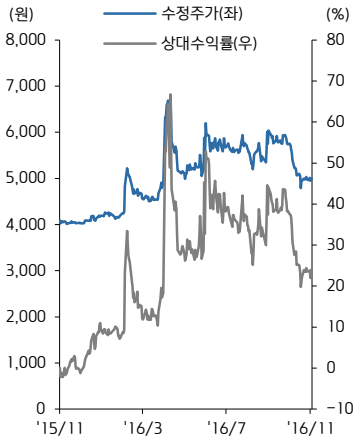
투자지표	2014	2015	2016E	2017E	2018E
매출액(억원)	6,250	7,223	9,992	11,231	12,385
보고영업이익(억원)	755	743	1,151	1,371	1,355
핵심영업이익(억원)	755	743	1,151	1,371	1,355
EBITDA(억원)	975	1,039	1,430	1,638	1,612
세전이익(억원)	3,862	-1,913	-419	1,118	1,099
순이익(억원)	2,993	-2,052	-325	866	852
지배기업주주순이익(억원)	2,175	-2,164	-342	913	898
EPS(원)	6,741	-4,070	-642	1,713	1,685
증감율(%)	1,410.8	N/A	N/A	N/A	-1.7
PER(배)	4.5	-4.7	-29.7	11.1	11.3
PBR(배)	1.1	0.8	0.8	0.7	0.7
EV/EBITDA(배)	25.1	12.0	8.3	6.6	6.0
보고영업이익률(%)	12.1	10.3	11.5	12.2	10.9
핵심영업이익률(%)	12.1	10.3	11.5	12.2	10.9
ROE(%)	25.1	-13.4	-2.3	6.0	5.6
순부채비율(%)	13.6	18.4	14.5	6.9	-0.9

희림(037440) 공항에 가치를 더하다

Not Rated

주가(11/25): 5,000원 / TP: Not Rated

KOSDAQ(11/25)		597.82pt
시가총액		696억원
52주 주가동향	최고가	최저가
	6,760원	4,015원
최고/최저가 대비 등락율	-26.0%	24.5%
주가수익률	절대	상대
1M	-12.4%	-9.7%
6M	-1.4%	-2.1%
1Y	23.3%	25.5%
발행주식수		13,922천주
일평균 거래량(3M)		303천주
외국인 지분율		1.2%
배당수익률(16.E)		2.0%
BPS(16.E)		4,669원



◎ 고부가가치 특수설계 분야 글로벌 강자

- 공항(세계 2위, WA100 2015), 경기장, 병원, 호텔, 초고층빌딩 등 고부가가치 특수설계 세계적 경쟁력 보유
- 공항 리노베이션, 확장공사, 신공항 디자인 등 공항 관련 전분야에서 국내외 유수의 공항 PJT 실적 보유
- 베트남 롱탄국제공항 여객터미널 국제현상설계공모 최종 3개업체로 선정, 총 사업비 6조원 규모
  → 희림 vs. 베트남 컨소시엄 vs. 일본 컨소시엄
- 내진설계 : 국내외 강진지역 프로젝트 경험 축적으로 7.5 강진 이겨내는 내진설계 기술 보유

◎ CM 시장 성장과 해외수주를 통한 성장동력 확보

- 2016년 1월 1일부터 총 공사비가 300억원 이상인 공공발주 건설공사의 경우 설계단계부터 CM 의무화
- 기획단계부터 설계, CM을 동시에 수행하는 국내 유일의 DCM(Design+CM) 회사로 CM 시장 성장의 수혜
- 실제로 3분기 누적 CM 신규 수주는 전년동기 329억원에서 393억원으로 20% 증가
- 아파트 설계/CM에도 강점: 특히 재건축/리모델링에 강점, 최근 강남 은마아파트 재건축 설계 수주
- 해외 수주 확대: 개발 수요가 많은 신흥개발국 중심으로 적극적인 수주활동

투자지표	2012	2013	2014	2015	2016E
매출액(억원)	1,454	1,496	1,356	1,358	1,435
영업이익(억원)	55	71	-99	70	77
EBITDA(억원)	68	84	-86	82	89
세전이익(억원)	21	31	-126	40	43
순이익(억원)	10	13	-140	36	41
지배주주지분순이익(억원)	10	13	-140	36	41
EPS(원)	74	94	-1,003	262	295
증감율(%YoY)	흑전	26.8	적전	흑전	12.7
PER(배)	93.0	60.8	-4.6	15.6	16.9
PBR(배)	1.3	1.1	1.1	0.9	1.1
EV/EBITDA(배)	19.5	14.6	-13.4	11.4	13.0
영업이익률(%)	3.8	4.8	-7.3	5.1	5.4
ROE(%)	1.8	2.3	-27.8	8.0	8.3
순부채비율(%)	64.6	74.5	115.8	76.4	89.0

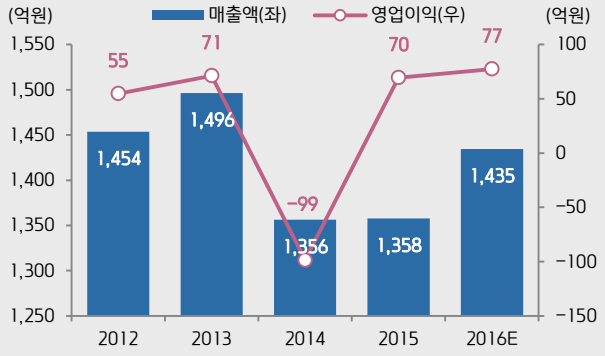
희림(037440) 공항에 가치를 더하다

희림 특수설계 대표작

구분	주요 공항 프로젝트	기타 특수설계 프로젝트
국내	인천국제공한 제1여객터미널	(스포츠) 인천아시아경기대회 주경기장, 평창동계올림픽 피겨스케이트 경기장
	인천국제공항 제2여객터미널	(병원) 서울의료원, (호텔) 포시즌스 호텔 서울, W서울 워커힐, 쉐라톤 인천호텔
	제주국제공항 시설확충설계 / 증축 기본계획 수립	(오피스) 전력거래소, 세종특별자치시 청사, (주거) 청라 더 샵 레이크파크
	김포국제공항 국제선 여객터미널 리노베이션	(주거) 세종 힐스테이트, 청라 푸르지오, 수원 I'PARK City, 은마아파트 재건축
해외	카자흐스탄 알마티공항 시설개선	(스포츠) 아제르바이젠 바쿠 내셔널스타디움
	중국 청도국제공항 신여객터미널 인테리어	(병원) 베트남 108 국방부 중앙병원/175 국방부 병원, 이란 Namazi-2 종합병원
	우즈베키스탄 타슈켄트 국제공항 신여객터미널	(호텔) 아제르바이젠 캠핀스키 크레센트 호텔
	러시아 하바롭스크 공항 마스터플랜	(오피스) 아제르바이잔 석유공사(SOCAR) 사옥/수 타워, 베트남 EVN청사
	적도기니 몽고메엔 국제공항 신여객터미널	베트남 경남 하노이 랜드마크타워 72, 상해 완다그룹 글로벌사옥
	필리핀 푸에르토프린세사 국제공항	(주거) 중국 운남성 최대 규모 한국성 건설 사업, 캄보디아 스마트시티 마스터플랜

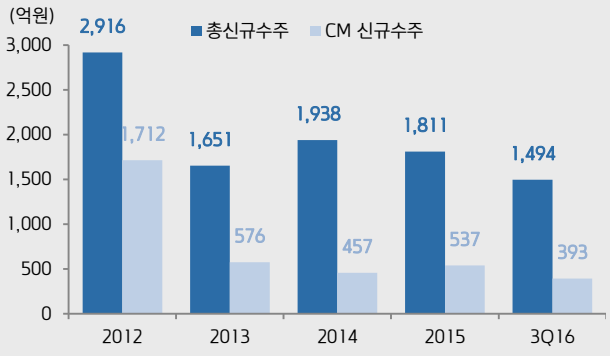
자료: 희림, 키움증권

희림 매출액 및 영업이익 추이



자료: 희림, 키움증권

희림 신규 수주 및 CM 신규 수주 추이



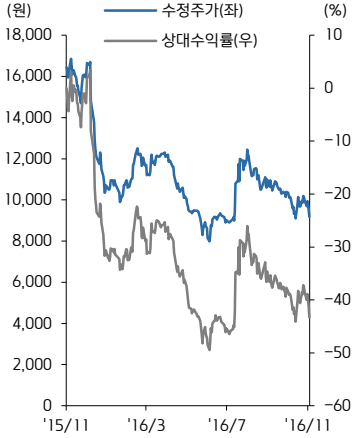
자료: 희림, 키움증권

금호산업(002990) 공항 공사 Super-cycle 온다

BUY (Maintain)

주가(11/25): 9,190원 / TP: 16,000원

KOSPI(11/25)		1,974.46pt
시가총액		3,225억원
52주 주가동향	최고가	최저가
	16,850원	7,990원
최고/최저가 대비 등락율	-45.5%	15.0%
주가수익률	절대	상대
1M	-9.9%	-7.0%
6M	-5.5%	-6.1%
1Y	-42.4%	-41.4%
발행주식수		35,091천주
일평균 거래량(3M)		122천주
외국인 지분율		3.6%
배당수익률(16.E)		3.3%
BPS(16.E)		11,342원



◎ 공항 건설의 르네상스 시대가 온다

- 인천국제공항, 제주국제공항, 무안공항, 양양국제공항 등 국내 대부분의 공항 건설에 참여하며 특화
- 해외에서도 두바이 알막툼 공항, 아부다비공항 관제탑, 필리핀 프린세사공항 등 다수의 공항 건설 PJT 수행
- 공항 공사 중 부대시설(격납고, 공항터미널, 케이터링 등)은 동사와 한진중공업만 공사 실적을 보유
  → 컨소시엄 구성 시 동사에게 상당히 유리

◎ 건설사 턴어라운드의 定石

- 차입금 및 부채비율이 큰 폭으로 개선되고 PF 리스크가 완화되면서 재무건전성 개선
- 동사의 특화 공종인 공항 건설이 내년부터 본격적으로 발주되면서 수혜 예상
- 2015년부터 시작된 주택시장 호황으로 주택부문의 이익 기여 확대
- 내년 주택시장 공급계획은 4,000여세대로 전년 대비 3배 가량 증가해 성장성과 이익 개선이 지속될 전망
  → 대부분 사업장이 실수요 지역의 재개발/재건축으로 미분양 리스크가 크지 않을 전망
- 다만, 금호타이어 매각 지원에 따른 불확실성 존재

투자지표	2014	2015	2016E	2017E	2018E
매출액(억원)	15,235	15,310	13,226	15,133	17,223
영업이익(억원)	398	208	482	512	606
EBITDA(억원)	411	220	494	524	618
세전이익(억원)	1,748	-147	1,330	713	858
순이익(억원)	1,058	-61	1,113	716	861
지배주주지분순이익(억원)	1,058	-61	1,117	720	866
EPS(원)	3,194	-176	3,164	2,039	2,454
증감율(%YoY)	58.5	적전	흑전	-35.6	20.3
PER(배)	7.1	-84.3	2.9	4.5	3.7
PBR(배)	2.6	1.8	0.8	0.7	0.6
EV/EBITDA(배)	24.7	33.7	9.5	7.5	5.4
영업이익률(%)	2.6	1.4	3.6	3.4	3.5
ROE(%)	46.6	-2.1	32.3	16.5	16.8
순부채비율(%)	87.1	74.7	35.5	14.4	1.6

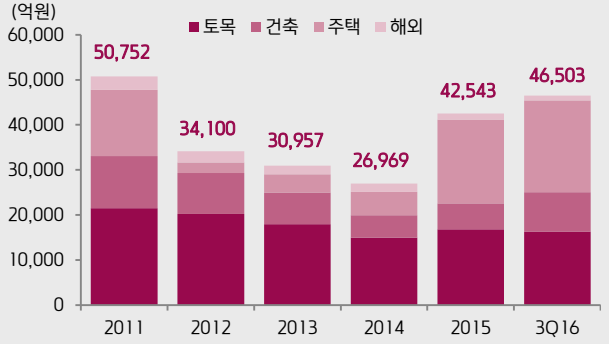
금호산업(002990) 공항 공사 Super-cycle 온다

금호산업 주택 공급계획

구분	사업장	유형	세대수	미분양	분양률	비고
15년 실적	구미 형곡 재건축	재건축	486	0	100%	
	아산모종 2단계	지주공동	397	0	100%	총794세대(금호 : 롯데 = 50 : 50)
	세종시2-1	지주공동	425	0	100%	총1,417세대 (금호 : 계룡 : 포스코 = 30 : 33 : 37)
	화성동탄2지구 A91BL	지주공동	568	0	100%	총812세대(금호 : 우미 = 70 : 30)
	합계		**1,876**	**0**	**100%**	
16년 실적 및 계획	구미 형곡 2차	지주공동	255	0	100%	분양완료
	부산 남천	재건축	421			12월 분양 예정
	화성동탄2지구	지주공동	681			12월 분양 예정
	합계		**1,357**			
17년 계획	아산모종 1구역	재개발	463			
	춘천 소양	재건축	1,017			
	검단신도시	지주공동	1,443			
	광주 우산	재건축	1,141			총 2,535세대 (당사 : GS = 45 : 55)
	합계		**4,064**			

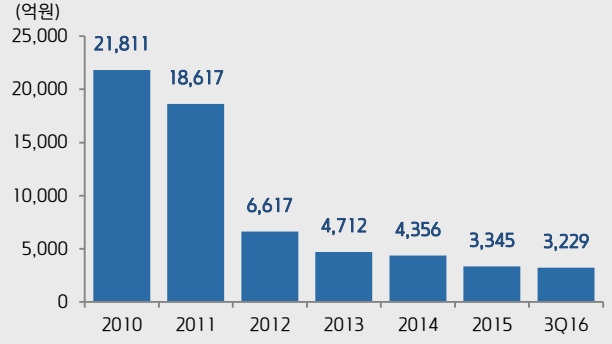
자료: 금호산업, 키움증권

금호산업 수주잔고 추이



자료: 금호산업, 키움증권

금호산업 차입금 추이



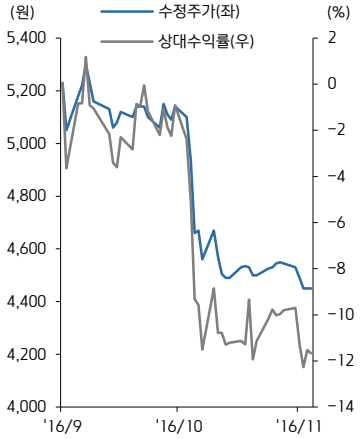
자료: 금호산업, 키움증권

모두투어리츠(204210) 성장하려면 중가 호텔시장을 잡아라

Not Rated

주가(11/25): 4,450원 / TP: Not Rated

KOSPI(11/25)		1,974.46pt
시가총액		348억원
52주 주가동향	최고가	최저가
	5,300원	4,450원
최고/최저가 대비 등락율	-16.0%	0.0%
주가수익률	절대	상대
1M	-9.8%	-7.0%
6M	N/A	N/A
1Y	N/A	N/A
발행주식수		7,827천주
일평균 거래량(3M)		53천주
외국인 지분율		0.1%
배당수익률(16.E)		3.9%
BPS(16.E)		N/A



◎ 국내 최초 앵커형 리츠

- 부동산투자회사법에 따른 자기관리부동산투자회사, 14년 1월 10일 설립, 14년 2월 27일 국토부 영업인가
- 소유와 운영 분리: 모두투어는 최대주주 지위 유지, 리츠의 안정성/신뢰성 제고
  - (자회사 1) 모두투어리츠: 호텔 소유, 자본시장에서 자금 조달해 효율적으로 다수의 호텔을 매입하는 역할
  - (자회사 2) 모두스테이: 호텔 전문운영, 책임임대차 계약을 맺고 위탁운영을 전담
- 해외 여행객들의 중저가호텔 선호현상을 반영해 버짓호텔에 전문적으로 투자
- 최소보장임대료 계약(개별PJT 기준 ROE 3~4% 내외)으로 외부변수에 상관없이 안정적인 수익창출

◎ 선진 호텔 리츠의 모습 기대

- 해외 진출: 모두투어 해외송객(연 200만명) 지역에 호텔투자 계획(2020년 자산 5,000억원, 객실 3,000실)
  - 해외 주요 송출 거점(아시아/태평양, 괌, 일본, 중국, 태국, 호주 등)마다 1~3개 호텔 건립
  - 자체 호텔운영 브랜드 외에도 글로벌 호텔브랜드를 통한 경쟁력 강화 계획
  - 포트폴리오 다변화로 위험 분산효과와 평균 수익률 제고 효과 가능
- 공적 기금 투입 계획: 국내 연기금 등과 공동투자를 통한 시너지 창출 계획
- 배당률 가이던스(자산 5개 운용할 경우): 16년 3.1%, 17년 4.6%, 18년 4.8%, 19년 5.9%, 20년 7.4%

회사 가이던스	명동 1호점	명동 2호점	동탄점	독산동호텔(매입예정)	부산호텔(매입예정)
객실수	174	150	93	260	134
추정 1년차 객실당 평균단가 (ADR)(원)	82,608	86,624	87,544	90,000	100,000
객실 평균 가동률 (OCC)	87.1%	89.7%	75.0%	70.0%	80.0%
연간 객실당 평균단가 상승률	1.3%	1.3%	1.3%	1.0%	1.0%
회사 가이던스	**2016 년**	**2017 년**	**2018 년**	**2019 년**	**2020 년**
영업수익(억원)	48.5	62.6	63.5	75.6	84.5
영업비용(억원)	23.7	23.9	23.8	23.3	22.3
영업이익(억원)	24.7	38.7	39.7	52.3	62.2
금융손익(억원)	-12.8	-13.6	-13.7	-14.0	-13.8
세전이익(억원)	12.0	25.1	26.0	38.3	48.4
당기순이익(억원)	10.8	19.8	20.5	30.1	37.9

모두투어리츠(204210) 성장하려면 중가 호텔시장을 잡아라

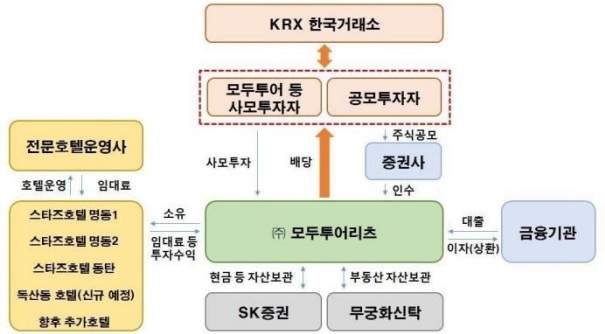
모두투어리츠 최소보장임대료 현황

구분	2014	2015	2016	2017	2018	2019
스타즈호텔 명동 1호점	550,685	1,545,000	1,591,350	1,639,091	1,688,263	1,100,516
스타즈호텔 명동 2호점		1,189,589	1,339,000	1,379,170	1,420,545	1,463,161
스타즈호텔 동탄점			947,840	1,130,000	1,130,000	1,130,000
독산동 호텔(예정)						1,701,000
부산 베스트웨스톤 호텔 (예정)			41,290	576,860	607,490	631,810

주1) 스타즈호텔 명동 1호점 최소보장임대료는 2019년 8월 19일 까지이며. 2019년 8월 20일 재계약 예정
주2) 스타즈호텔 명동 2호점 2015년 임대료는 1월 22일부터 적용됨
주3) 스타즈호텔 동탄점 2016년 임대료는 2월 29일부터 적용됨
주4) 독산동 호텔은 2019년 임대료는 4월 1일부터 적용됨
주5) 부산 호텔은 2016년 임대료는 12월 1일부터 적용됨
주6) 최소보장임대료로 산출된 금액에 당사 펀드배당금 비율로, 당사 수익증권의 분배금 예상 금액입니다.

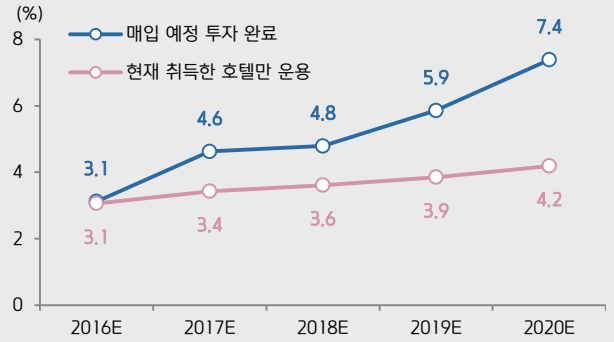
자료: 모두투어리츠, 키움증권

모두투어리츠 구조



자료: 모두투어리츠, 키움증권

모두투어리츠 예상 배당률 (회사 가이던스)



자료: 모두투어리츠, 키움증권

키움증권

모두투어리츠(204210) 성장하려면 중가 호텔시장을 잡아라

모두투어리츠 자산 현황

구분	스타즈호텔 명동 1호점	스타즈호텔 명동 2호점	스타즈호텔 동탄점	독산동 호텔(예정)	부산 베스트웨스턴호텔(예정)
지역	서울시 중구 을지로	서울시 중구 충무로	경기도 화성시 석우동	서울시 금천구 독산동	부산광역시
호텔운영			호텔운영사 임대(모두스테이)		
연 면 적	7,945.98 ㎡	5,163.73 ㎡	6,010.24 ㎡	14,441.32 ㎡	8,907.82 ㎡
건축규모	지하4층/지상10층	지하3층/지상13층	지하2층/지상10층	지하3층/지상15층	지하5층/지상15층
시설계획	150실	174실	93실	260실	134실
매입가액	231.5억원	주차장 건물 매입 121.5억원 호텔 용도변경 229.3억원	169.5억원		
감정평가액	370.5억원	주차장 건물 매입 130억원 호텔 용도변경 327.6억원	176억원		
기대효과	지하철과의 접근성 및 명동과의 접근성이 양호	지하철과의 접근성 및 명동과의 접근성이 양호	삼성 화성 · 기흥 캠퍼스에 인접하여 접근성이 높은 지역이므로 향후에도 객실점유율 및 객단가가 꾸준히 유지될 전망, 산업단지 확장으로 비즈니스 고객 수요가 존재할 전망	신안산선, 강남순환고속화도로 등의 여의도 및 강남에 대한 접근성이 지속적으로 향상될 것으로 기대	해운대 등 관광지에 대한 관광객의 증가가 지속적으로 향상될 것으로 기대되고 있으며 지속적인 관광객 수요가 존재할 것으로 예상
임대료	호텔 전체 매출액의 44%	객실 매출액의 44%	객실 매출액의 43%	객실 매출액의 39%	객실 매출액의 43%
최소보장임대료	연 1,500백만원	연 1,300백만원	연 1,100백만원	연 2,000백만원	연 1,320백만원
이행보증증권	상동	상동	연 1,130백만원		
임대보증금	–	50백만원	–	–	1,200백만원
식음매장임대료	–	연 60백만원	연 30백만원	연 268백만원 1F(판매시설) : 128백만원 2F(F&B) : 140백만원 (* 현재 설계변경 진행 중이므로 변동 가능성 있음)	식음 및 기타 매출액의 15%
기타	매년마다 최소보장임대료의 3%인상, 2019년 8월 20일까지 5년계약	매년마다 최소보장임대료의 3%인상, 2019년 12월 31일까지 5년계약	임대차 계약기간 5년경과 후 전국소비자물가지수 변동률 상하 3%범위 내에서 1년 단위 재조정, 2026년 2월 29일까지 10년계약(보증보험 재발급 5년씩 2번 계약)	최소보장임대료는 전국소비자물가지수를 고려하여 1% 상승 예상, 10년계약(보증보험 재발급 5년씩 2번 계약)을 계획중입니다.	최소보장임대료는 물가지수를 고려하여 1.8% 상승 예상, 10년계약을 계획중입니다.
주요 일정				2016년 12월 매입계약 예정 2019년 2월 준공, 4월 운영	2016년 연내 매입계약&소유권 이전, 2016년 12월 운영

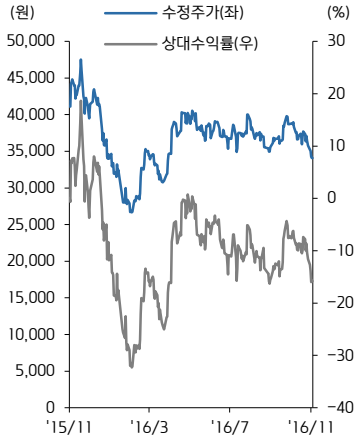
자료: 모두투어리츠, 키움증권

에머슨퍼시픽(025980) 가치를 파는 명품 디벨로퍼

Outperform (Initiate)

주가(11/25): 34,100원 / TP: 40,000원

KOSDAQ(11/25)			597.82pt
시가총액			5,614억원
52주 주가동향		최고가	최저가
		47,500원	26,650원
최고/최저가 대비 등락율		-28.2%	28.0%
주가수익률		절대	상대
	1M	-12.1%	-9.3%
	6M	-14.1%	-14.7%
	1Y	-22.9%	-21.5%
발행주식수			16,464천주
일평균 거래량(3M)			30천주
외국인 지분율			34.2%
배당수익률(16.E)			0.0%
BPS(16.E)			20,426원



◎ '아난티'를 아십니까?

- '아난티' 브랜드 확대: 부산 프로젝트에 이어 '아난티 강남'과 '아난티 청담'까지 브랜드 가치와 인지도 확대
- 성공적인 체인화: '힐튼 남해'와 '아난티 서울'에 이어 '아난티 해운대'까지 성공함으로써 체인 확대기 진입
- 가치를 파는 명품 디벨로퍼: 1) 휴식(럭셔리 리조트), 2) 가치 소비(아난티 컬렉션 구성(FnB, Retail, Culture)), 3) 건강(아난티 건강관리센터 도입, 통합건강관리 서비스 구축), 4) 커뮤니티(회원만의 프라이빗한 공간 제공), 5) 주거(서울 및 대도시 위주의 Compact Luxury private residence)

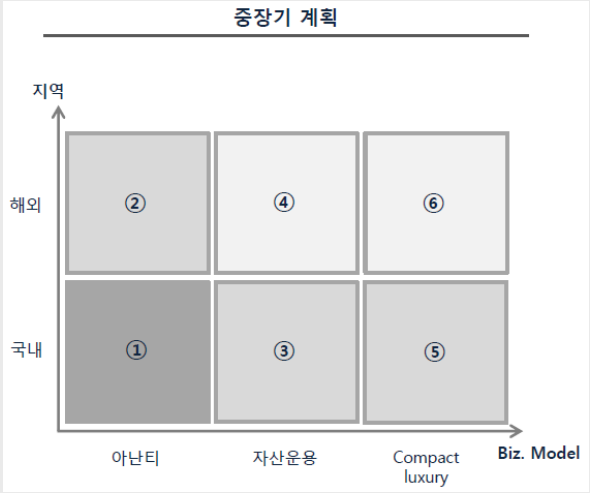
◎ 상품과 지역, 역할의 경계를 넘어 성장한다

- 기존 리조트 사업에서 주거 분야로 진출: 임대수익과 자산가치 상승 기대
- '아난티 강남'이 해외 진출 모델: 효율적인 관리를 위해 적정 목표 회원수에 도달하면 본격적인 해외 진출 예정
- 전문 오퍼레이터로서의 역할: 중국민생투자유한공사 계열의 부실 리조트 및 호텔 자산 운영 계획
  → 중국 현지에 있는 자산들 대상으로서 역할, 또 다른 해외 진출 모델이 될 전망
- 부동산자산운용사 설립: 자금조달의 다양성 및 분양 및 매각 리스크에 대한 헷지 효과
- 밸류에이션: 17년 EBITDA에 목표 EV/EBITDA 9.3배(일본 '리조트트러스트' 17년 EV/EBITDA 30% 할인)

투자지표	2014	2015	2016E	2017E	2018E
매출액(억원)	1,336	1,763	2,107	2,162	2,254
영업이익(억원)	172	264	328	340	355
EBITDA(억원)	310	395	450	455	464
세전이익(억원)	54	152	223	239	260
순이익(억원)	40	116	170	187	203
지배주주지분순이익(억원)	40	116	170	187	204
EPS(원)	104	263	385	423	460
증감율(%YoY)	-66.2	152.0	46.7	9.9	8.8
PER(배)	0.0	31.2	21.2	19.3	17.8
PBR(배)	0.0	1.3	1.0	0.9	0.9
EV/EBITDA(배)	4.4	13.1	9.5	8.9	8.2
영업이익률(%)	12.9	15.0	15.6	15.7	15.7
ROE(%)	1.3	3.8	4.8	4.6	4.8
순부채비율(%)	45.4	39.0	8.7	2.9	-2.4

에머슨퍼시픽(025980) 가치를 파는 명품 디벨로퍼

에머슨퍼시픽 중장기 계획



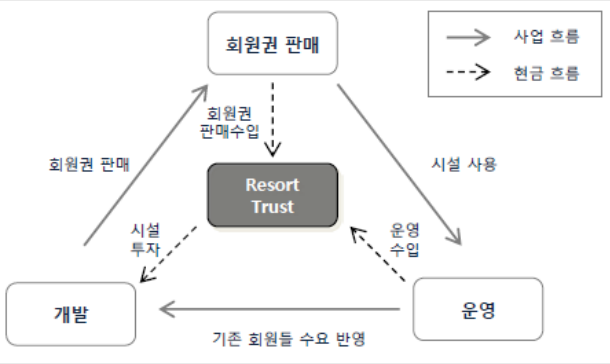
① 국내 리조트 체인화: 향후 국내 리조트는 인허가, 토지매입 등의 리스크가 없는 부지를 합작형태로 개발하는 것을 검토 중

② 해외 리조트 체인화: 중국 및 영국 등에 리조트 시설 합작 운영, '의료' + '리조트시설' 모델

③, ④ 자산운용: 자산운용사 설립하여 국내외 부동산 자산 운용

⑤, ⑥ Compact luxury private reside: 정형화된 주거형태를 벗어나 새로운 life style을 제시하는 'compact luxury' private residence 도입

Resort Trust 사업모델



구분	2011년	2012년	2013년	2014년	2015년
회원권 사업	41,727	29,199	28,418	36,274	33,590
호텔 및 레스토랑 운영	51,241	52,184	54,765	62,303	65,462
골프사업	7,235	7,607	8,671	-	-
의료사업	8,473	10,455	12,698	17,341	19,746
기타	298	447	757	904	1,602
합계	108,976	99,894	105,311	116,824	120,401

자료: 에머슨퍼시픽, 키움증권

용평리조트(070960) 랜드뱅킹이 준비된 프리미엄 디벨로퍼

Outperform (Initiate)

주가(11/25): 8,180원 / TP: 9,500원

KOSPI(11/25)			1,974.46pt
시가총액			3,937억원
52주 주가동향		최고가	최저가
		11,700원	7,250원
최고/최저가 대비 등락율		-30.1%	12.8%
주가수익률		절대	상대
	1M	-10.6%	-7.8%
	6M	N/A	N/A
	1Y	N/A	N/A
발행주식수			48,133천주
일평균 거래량(3M)			583천주
외국인 지분율			10.7%
배당수익률(16.E)			0.0%
BPS(16.E)			8,299원

◎ 이용객 및 방문객은 점차 증가할 전망

- 인프라 개선 효과: 동북아 신공항 증가 – 인지도 상승에 따라 해외 관광객(특히 중국 관광객) 꾸준히 증가
- 접근성 개선 효과: 1) 11월 11일 제2영동고속도로 개통, 2) 17년 12월 KTX 올림픽노선(인천공항~강릉) 개통
- 2018 평창동계올림픽 개최 효과: Pre 올림픽 성격의 테스트 이벤트들이 올해 11월부터 1년간 진행

◎ 랜드뱅킹이 준비된 프리미엄 리조트 디벨로퍼

- 분양 중인 프로젝트인 올림픽빌리지는 98% 분양, 버치힐테라스는 95%로 성공적인 분양 실적
- 평창동계올림픽 이후 4개 신규 분양사업 계획 중, 총 1,165세대로 지속적인 외형성장이 가능할 전망
- 2014 년 261 억원에 불과했던 분양수입은 2015 년 726 억원, 2016 년에는 1,050 억원까지 증가할 것
- 보유토지 가치 부각: 보유토지는 180만평, 이 중 당장 개발 가능한 토지만 50만평에 달해
- 국내 디벨로퍼의 숙원인 랜드뱅킹이 이미 되어 있다는 점은 강력한 경쟁우위 요소
- 건전한 재무구조: 등기제 비중이 80% 이상으로 부채비율 안정화
- 밸류에이션: 17년 EBITDA에 목표 EV/EBITDA 9.3배(일본 '리조트트러스트' 17년 EV/EBITDA 30% 할인)

투자지표	2014	2015	2016E	2017E	2018E
매출액(억원)	1,336	1,763	2,107	2,162	2,254
영업이익(억원)	172	264	328	340	355
EBITDA(억원)	310	395	450	455	464
세전이익(억원)	54	152	223	239	260
순이익(억원)	40	116	170	187	203
지배주주지분순이익(억원)	40	116	170	187	204
EPS(원)	104	263	385	423	460
증감율(%YoY)	-66.2	152.0	46.7	9.9	8.8
PER(배)	0.0	31.2	21.2	19.3	17.8
PBR(배)	0.0	1.3	1.0	0.9	0.9
EV/EBITDA(배)	4.4	13.1	9.5	8.9	8.2
영업이익률(%)	12.9	15.0	15.6	15.7	15.7
ROE(%)	1.3	3.8	4.8	4.6	4.8
순부채비율(%)	45.4	39.0	8.7	2.9	-2.4

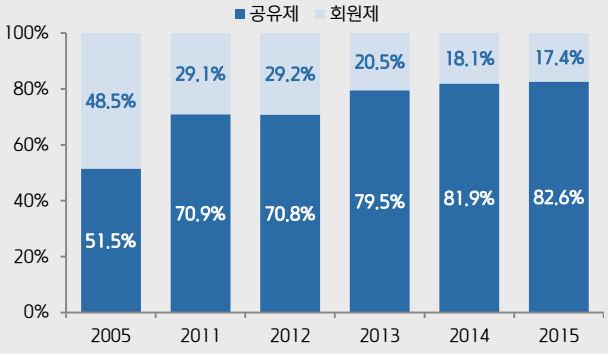
용평리조트(070960) 랜드뱅킹이 준비된 프리미엄 디벨로퍼

용평리조트 부동산 추가 개발 계획

구분	착공예정	세대수	규모
올림픽빌리지 2차	2018년	525세대	1,557억원
베르데힐 2차	2018년	192세대	1,003억원
용평콘도 재건축	2018년	368세대	2,000억원
EOS 콘도	협의 중	80세대	530억원

자료: 용평리조트, 키움증권

용평리조트 콘도의 공유제 비율 증가 추이



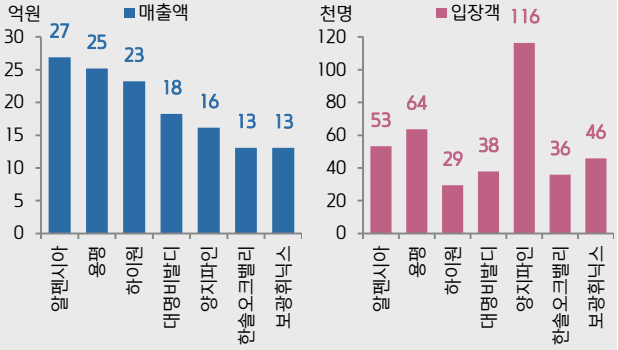
자료: 용평리조트, 키움증권

평창동계올림픽 테스트이벤트 개최 일정 요약

일시	이벤트	장소
2016년 11월	FIS 스노보드 월드컵	알펜시아 스키점프 센터
2016년 12월	ISU 쇼트트랙 월드컵	강릉 아이스 아레나
2017년 1월	**FIS 극동컵 알파인 대회**	**용평 알파인 경기장**
2017년 2월	IFIS 프리스타일스키 월드컵	보광 휘닉스파크
2월 총 10개 이벤트 진행		
2017년 3월	**IPC 스노보드 월드컵**	**용평 알파인 경기장**
2017년 3월	**IPC 알파인 스키 월드컵 파이널**	**용평&정선 알파인 경기장**
3월 총 8개 이벤트 진행		
2017년 4월	IIHF U18 챔피언십	강릉 하키 센터
4월 총 3개 이벤트 진행		
11월 총 2개 이벤트 진행		

자료: 용평리조트, 키움증권

15/16시즌 해외관광객 유치실적



자료: 한국스키장경영협회, 키움증권

Appendix. 싱가폴 REIT 탐방 기업

Capital Mall Trust (CT)

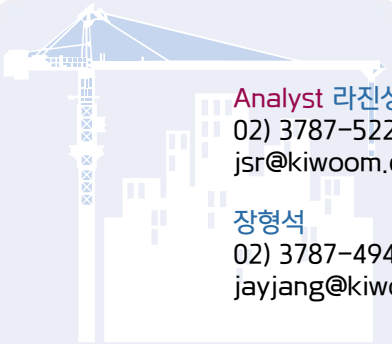
Ascendas REIT (AREIT)

Ascott Residence Trust (ART)

CDL Hospitality Trusts (CDREIT)

Far East Hospitality Trust (FEHT)

Ascendas Hospitality Trust (ASCHT)



Analyst 라진성
02) 3787-5226
jsr@kiwoom.com

장형석
02) 3787-4945
jayjang@kiwoom.com

CapitaLand Mall Trust (CT)

◎ 싱가폴 시장 최초이자 최대 REIT

- 동사는 2002년 7월 최초로 싱가폴에 상장된 이래 시가총액 기준 1위 지위를 지키고 있는 싱가폴 대표 REIT.
- 보유 자산은 모두 싱가폴 내 교통 중심지에 위치한 16개 쇼핑몰들로 싱가폴 전체 쇼핑몰 면적의 14.5%를 차지.
- 동사는 마스터리스 보다는 적극적인 위탁경영계약 협상을 통해 보유 자산인 쇼핑몰들의 운영 수익을 효율화하는데 집중하는 경영방침을 지니고 있으며 꾸준한 보유자산의 리모델링을 통해 수익성 개선을 꾀하는 사업전략을 취함.
- 매출의 74% 이상이 생필품 쇼핑 관련 입점 업체들에서 발생되고 있으며 고급 사치품보다는 유동인구가 많은 대중교통 허브 지역에서 중저가 생필품과 음식료 관련 업체를 입점시켜 경기 변동과 무관하게 꾸준한 임차수익을 목표로 함.
- Ascott REIT과 함께 아시아 최대 종합부동산 회사 중 하나인 CapitaLand 그룹에 속해 있음

CapitaLand Mall Trust Financial Metrics

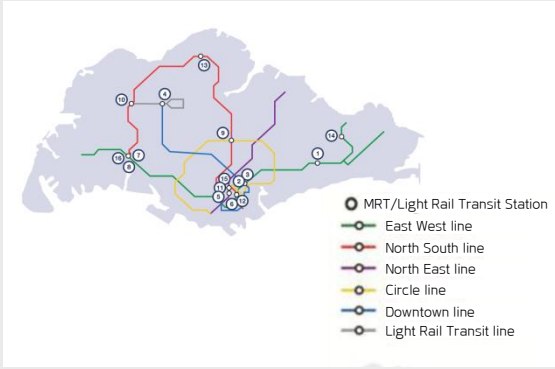
(단위: S$ 백만, 12월 결산)	FY 2011	FY 2012	FY 2013	FY 2014	FY 2015
매출	544	573	638	659	669
순운영소득(NPI)	355	381	439	448	466
배당가능이익(DNI)	298	332	367	412	405
EPU(S$)	0.12	0.16	0.17	0.18	0.17
DPU(S$)	0.09	0.09	0.10	0.11	0.11
PER	14.2	13.3	11.5	11.4	11.6
PBR	1.1	1.3	1.1	1.1	1.0
Gearing(Debt/Asset) (%)	38	37	35	34	35
배당수익률(%)	5.5	4.4	5.4	5.3	5.8
자산 수	16	15	14	16	16

(단위: S$, 주식 수&거래량: 백만)	
주가	1.94
시가총액(백만)	6,874
52주 최고가	2.25
52주 최저가	1.85
상장 주식 수	3,543
유동 주식 수	2,282
유동 주식 비율(%)	64.4
3M 평균 거래량(백만)	9.72
배당 지급 횟수	연 4회
기관투자자 비중(%)	59.2

자료: Bloomberg, CapitaLand Mall Trust annual report, 키움증권
주) 양면주식(stapled security) 기준, 2016년 11월 25일 기준

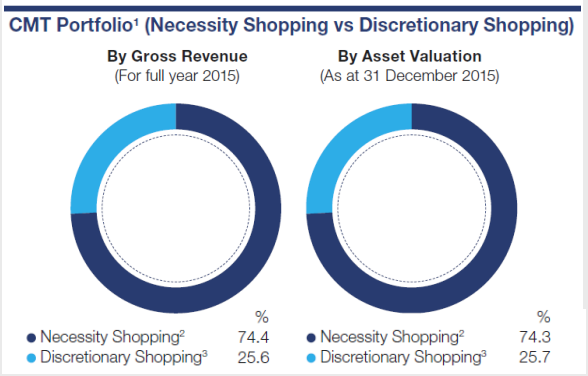
CapitaLand Mall Trust (CT)

싱가폴 지하철 주변에 위치한 자산들



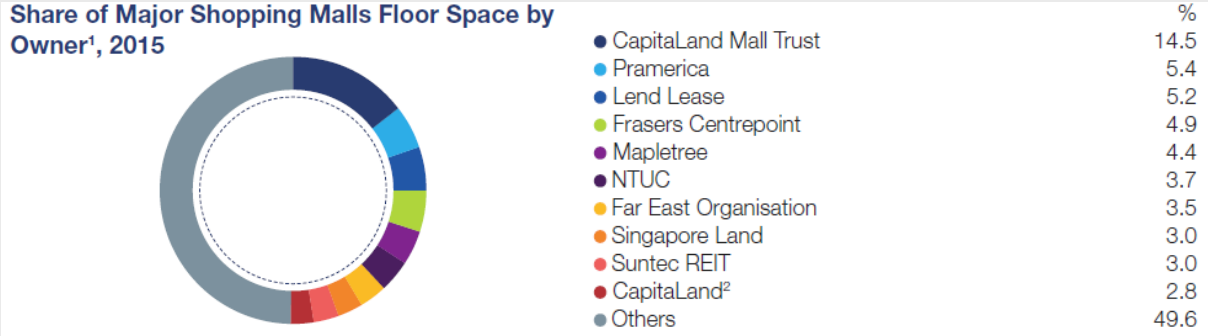
자료: CapitaLand Mall Trust, 키움증권

모두 필수소비재 관련 매출과 자산이 74% 이상 차지



자료: CapitaLand Mall Trust, 키움증권

싱가폴 최대 쇼핑몰 (10만 평방 피트 이상) 규모를 지닌 CapitaLand Mall Trust



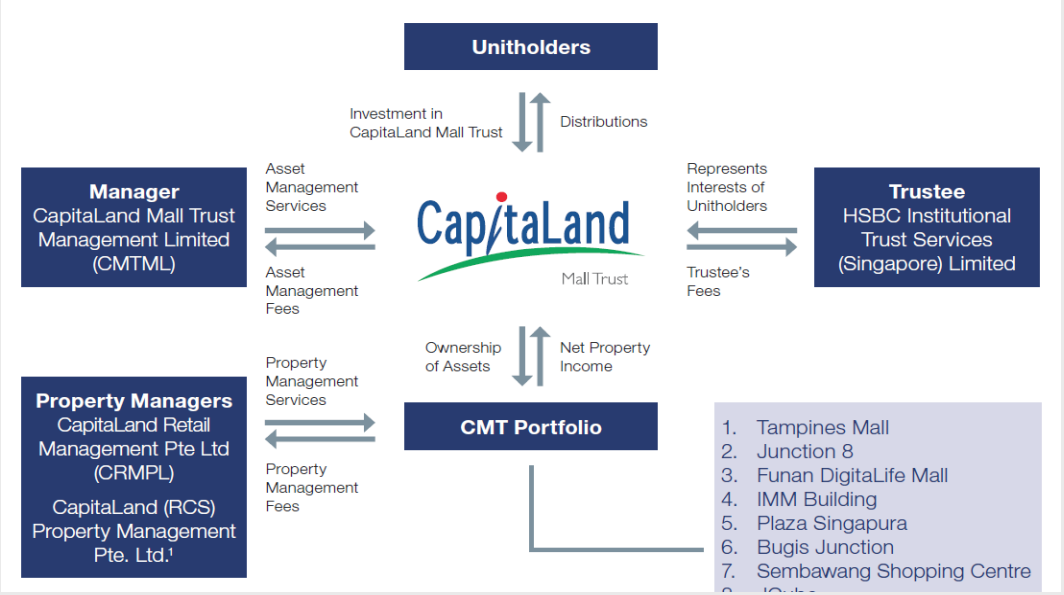
자료: CapitaLand Mall Trust, Urbis, 키움증권

CapitaLand Mall Trust (CT)

◎ CapitaLand Mall Trust

- 고정 임차료를 수취하는 마스터리스보다는 위탁경영계약 형태를 통해 보유 자산인 쇼핑몰들을 운영하는 방식을 취하고 있으며 적극적인 협상을 통해 수익을 극대화하고자 함.

CapitaLand Mall Trust Structure



자료: CapitaLand Mall Trust, 키움증권

Ascendas REIT(AREIT)

◎ 싱가폴 최초이자 최대 산업&비즈니스 REIT

- 동사는 2002년 상장된 최초의 비즈니스 및 산업용 REIT으로 상장 당시 8개의 자산에서 2016년 3월 기준 133개 자산을 갖춘 포트폴리오를 구축하고 2014년 부로 Straits Times Index(싱가폴 시총 상위 30 종목)에 편입 됨.
- 기본적으로 싱가폴에 집중된 포트폴리오를 보이고 있으며 사무실 밀집 지역(Business Park)부터 물류센터, 아파트형 공장 건물, 데이터센터 등 다양한 자산 군을 갖추고 20개 이상의 산업 군에 포진된 약 1,450개의 임차업체를 두고 있음.
- 이와 같은 포트폴리오 분산 덕분에 총 월 임차료 수익에서 개별 자산의 월 임차료 비중은 5.6%를 넘지 않으며, 개별 임차업체의 월 임차료가 차지하는 비중 또한 5%를 넘지 않는 모습을 보이고 있음.
- 싱가폴 자산이 약 86%를 차지. 올해 중국에서 모든 자산 매각했으며(3개) 당분간 선진국에서 자산에 투자할 전망.
- 동사의 스폰서인 Ascendas-Singbridge는 싱가폴의 대형 부동산 개발업체로 30년이상의 업력과 싱가폴 내 주요 프로젝트들을 수행한 배경이 있음.

Ascendas REIT Financial Metrics

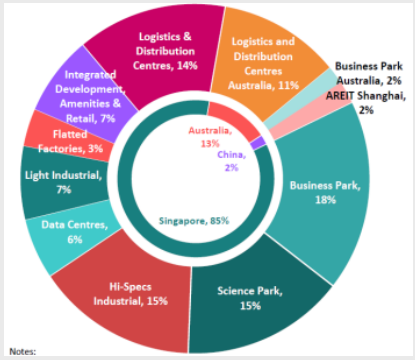
(단위: S$ 백만, 3월 결산)	FY 11/12	FY 12/13	FY 13/14	FY 14/15	FY 15/16
매출	503	576	614	673	761
순운영소득(NPI)	368	409	436	463	534
배당가능이익(DNI)	282	306	342	351	378
EPU(S$)	0.24	0.15	0.20	0.17	0.14
DPU(S$)	0.14	0.14	0.14	0.15	0.15
PER	8.5	17.2	11.3	15.7	17.4
PBR	1.1	1.3	1.1	1.2	1.2
Gearing(Debt/Asset) (%)	37	28	30	34	37
배당수익률(%)	6.7	5.3	6.3	5.6	6.4
자산 수	102	103	105	107	133

(단위: S$, 주식 수&거래량: 백만)	
주가	2.31
시가총액(백만)	6,561
52주 최고가	2.57
52주 최저가	2.09
상장 주식 수	2,840
유동 주식 수	2,300
유동 주식 비율(%)	81.0
3M 평균 거래량(백만)	12.49
배당 지급 횟수	연 2회
기관투자자 비중(%)	51.3

자료: Bloomberg, Ascendas REIT annual report, 키움증권
주) 양면주식(stapled security) 기준, 2016년 11월 25일 기준

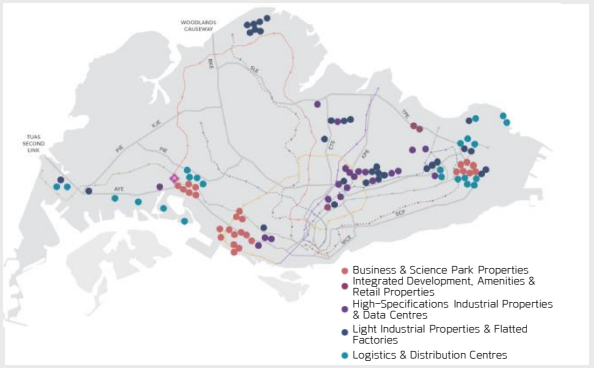
Ascendas REIT(AREIT)

분산된 산업&비즈니스 자산 포트폴리오



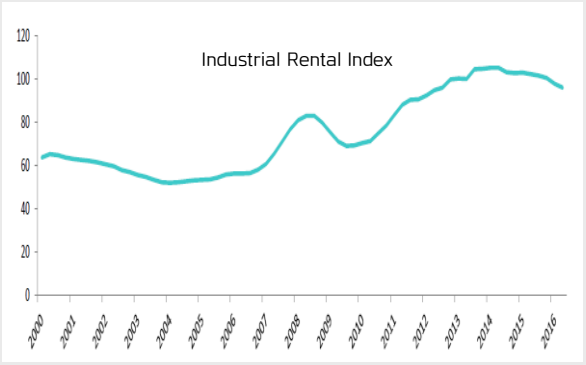
자료: Ascendas REIT, 키움증권

싱가폴 내에 포진되어 있는 각종 자산들



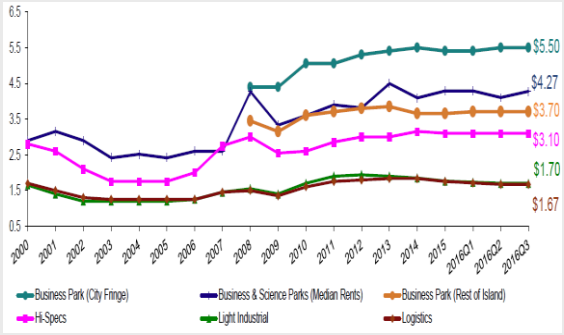
자료: Ascendas REIT, 키움증권

싱가폴 내 산업시설 임차료 지수



자료: Ascendas REIT, JTC, 키움증권

싱가폴 내 산업시설 종류별 평균 임차료



자료: Ascendas REIT, JTC, 키움증권

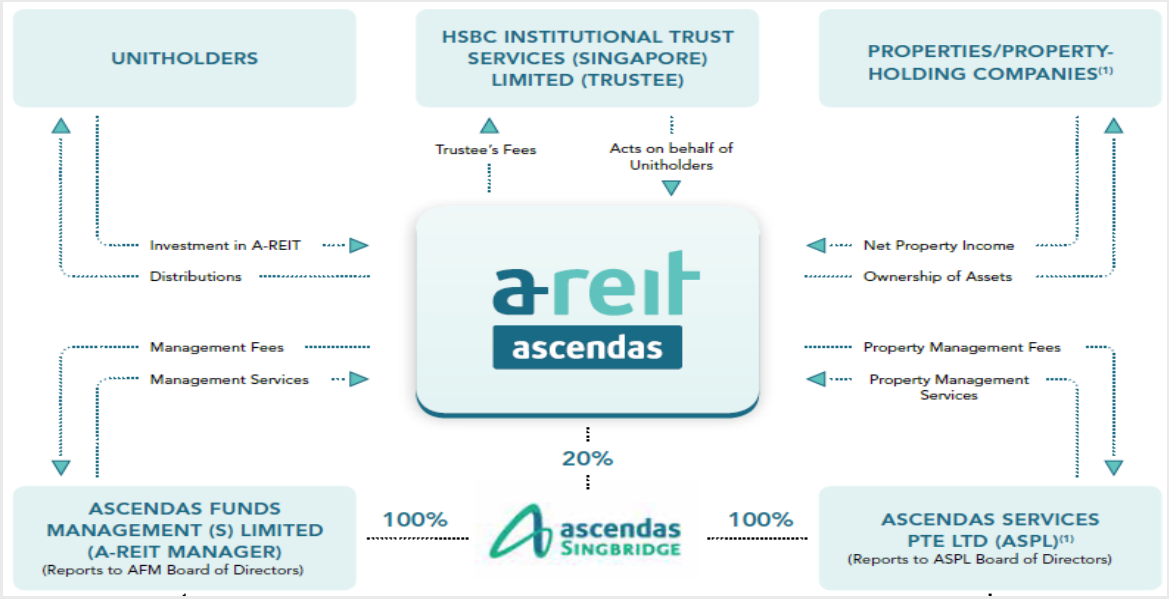
키움증권

Ascendas REIT(AREIT)

◎ Ascendas REIT

- 싱가폴 국외에 위치한 자산들은 Ascendas REIT의 100% 자회사이자 sub-trust인 페이퍼컴퍼니가 소유권을 가지고 모기업인 Ascendas-singbridge 의 100% 자회사인 관리 회사가 위탁관리 계약을 맺어 자산을 관리함.

Ascendas REIT Structure



자료: Ascendas REIT, 키움증권

Ascott Residence Trust (ART)

◎ 글로벌 serviced residence에 집중하는 REIT

- Ascott Reit은 싱가폴 시장에 상장된 6개의 hospitality REIT 중에서 가장 시가 총액이 큰 REIT이며 호텔보다는 호텔식 서비스가 제공되는 주거시설인 serviced residence에 초점을 맞춘 REIT
- 동 REIT는 14개 국가 38개 도시에 90개의 serviced residence를 가지고 있으며 매출의 90%가 숙박료에서 창출되고 있음.
- 매출 총이익 기준 41%(마스터 리스 26%, 최소 수익 보장 위탁경영계약 15%)는 보유 숙박 자산의 운영 실적과 무관하게 고정된 임차료를 받을 수 있는 구조로, 글로벌 분산 투자 전략을 통해 꾸준하고 안정적인 수익을 추구하는 것이 특징.
- Ascott, Somerset, Citadines의 3개 브랜드를 가지고 있음. (모 그룹이 호주 Quest 지분 20% 또한 보유)

Ascott Residence Trust Financial Metrics

(단위: S$ 백만, 12월 결산)	FY 2011	FY 2012	FY 2013	FY 2014	FY 2015
매출	289	304	317	357	421
순운영소득(NPI)	158	159	161	180	205
배당가능이익(DNI)	96	100	115	126	123
EPU(S$)	0.16	0.14	0.16	0.08	0.10
DPU(S$)	0.09	0.09	0.08	0.08	0.08
PER	6.2	9.5	7.5	16.0	12.0
PBR	0.7	1.0	0.9	0.9	0.8
Gearing(Debt/Asset) (%)	41	40	34	39	39
배당수익률(%)	8.6	6.4	7.0	6.5	6.7
자산 수	65	68	81	90	89

(단위: S$, 주식 수&거래량: 백만)	
주가	1.12
시가총액(백만)	1,844
52주 최고가	1.21
52주 최저가	1.05
상장 주식 수	1,653
유동 주식 수	926
유동 주식 비율(%)	56.0
3M 평균 거래량(백만)	1.18
배당 지급 횟수	연 2회
기관투자자 비중(%)	12.0

자료: Bloomberg, Ascott Residence Trust annual report, 키움증권, 2016년 11월 25일 기준

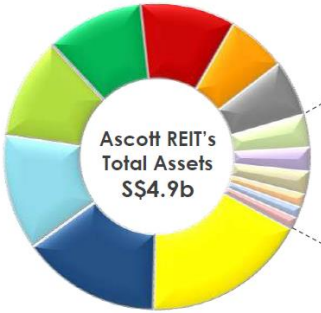
Ascott Residence Trust (ART)

지역별 Ascott Residence Trust의 자산 분포

자료: Ascott Residence Trust, 키움증권, 2016년 9월 30일 기준

주로 선진국으로 이뤄진 Key Market의 자산 비중이 총자산의 87.8% 차지

Key Markets	87.8%
Japan	17.6%
China	14.7%
Singapore	12.2%
France	10.7%
UK	10.3%
USA	10.1%
Vietnam	6.3%
Australia	5.9%



Rest of the World	12.2%
Philippines	3.5%
Indonesia	2.5%
Germany	2.4%
Spain	1.4%
Belgium	1.2%
Malaysia	1.2%

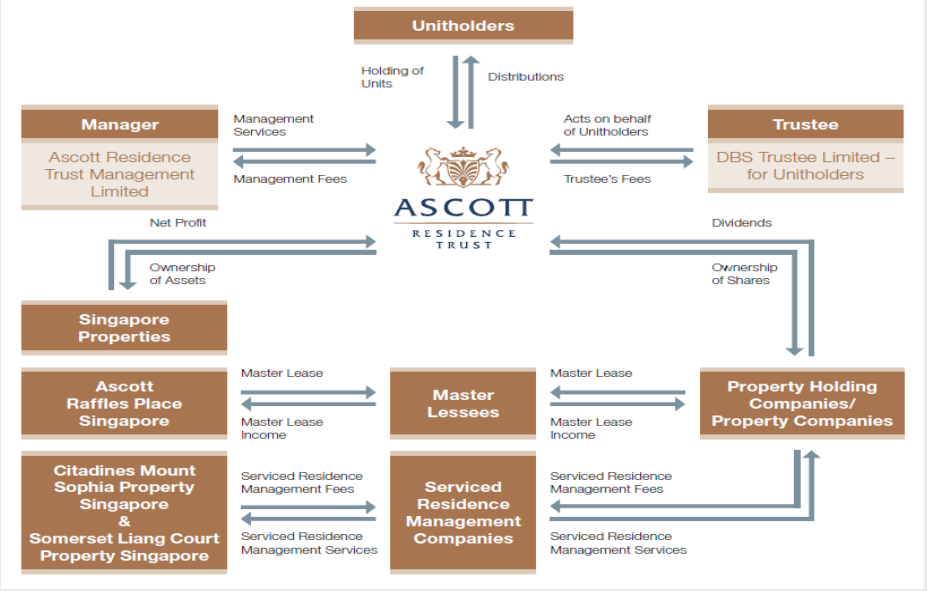
자료: Ascott Residence Trust, 키움증권, 2016년 9월 30일 기준

Ascott Residence Trust (ART)

◎ Ascott Residence Trust

- 싱가폴 자산의 경우 REIT이 직접 소유하는 형태이며 해외자산의 경우 페이퍼컴퍼니가 직접 소유한 뒤 마스터리스를 맺거나 위탁경영계약을 맺고 관련 수익을 배당으로 Ascott REIT이 수취하는 형태

Ascott Residence Trust Structure



자료: Ascott Residence Trust, 키움증권

CDL Hospitality Trusts (CDREIT)

◎ 동남아 최초의 호텔 REIT

- 동사는 2006년 7월 동남아 최초(일본 제외 시 아시아 최초)로 싱가폴에 상장된 호텔 REIT
- IPO 당시 싱가폴 내 4개의 호텔로 출발하여 현재 싱가폴 포함 6개국에 18개의 자산 포트폴리오를 구축함.
- 자산 가치 기준 포트폴리오의 70%는 싱가폴에 집중되어 있으며 최근 몇 년 동안에는 적극적으로 해외 진출을 시작함. 이는 싱가폴에 대한 의존도를 낮추어 수익 안정성을 향상시키기 위해서이며 향후에도 이 같은 해외 진출에 적극적일 것으로 전망됨.
- 마스터리스만 추구하기보다는 위탁경영계약을 통해 해외 각 지역 내 최적의 호텔 위탁운영사에 운영을 맡겨 수익성을 추구함.
- CDL은 City Developments Limited의 약자를 의미하며 런던시장에 상장되어 전 세계에 120개의 호텔을 가지고 있는 Millennium & Copthorne Hotels 사를 스폰서로 두고 있으며 싱가폴에 상장된 대형 부동산 개발사인 City Developments Limited 사를 관계사로 두고 있음.

CDL Hospitality Trusts Financial Metrics

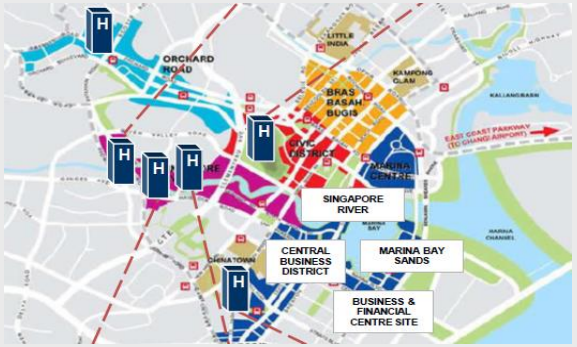
(단위: S$ 백만, 12월 결산)	FY 2011	FY 2012	FY 2013	FY 2014	FY 2015
매출	141	150	149	167	172
순운영소득(NPI)	135	139	137	141	137
배당가능이익(DNI)	118	122	119	107	99
EPU(S$)	0.18	0.13	0.14	0.13	0.06
DPU(S$)	0.11	0.11	0.11	0.11	0.10
PER	8.4	14.9	11.4	13.9	22.3
PBR	1.0	1.2	1.0	1.1	0.8
Gearing(Debt/Asset) (%)	25	25	30	32	36
배당수익률(%)	7.2	6.0	6.7	6.3	7.6
자산 수	11	12	14	17	17

(단위: S$, 주식 수&거래량: 백만)	
주가	1.31
시가총액(백만)	1,294
52주 최고가	1.54
52주 최저가	1.25
상장 주식 수	992
유동 주식 수	629
유동 주식 비율(%)	63.4
3M 평균 거래량(백만)	1.66
배당 지급 횟수	연 2회
기관투자자 비중(%)	28.3

자료: Bloomberg, CDL Hospitality Trusts annual report, 키움증권
주) 양면주식(stapled security) 기준, 2016년 11월 25일 기준

CDL Hospitality Trusts (CDREIT)

포트폴리오의 70%인 싱가폴 국내 호텔들



자료: CDL Hospitality Trusts, 키움증권

해외에 분산된 호텔 포트폴리오

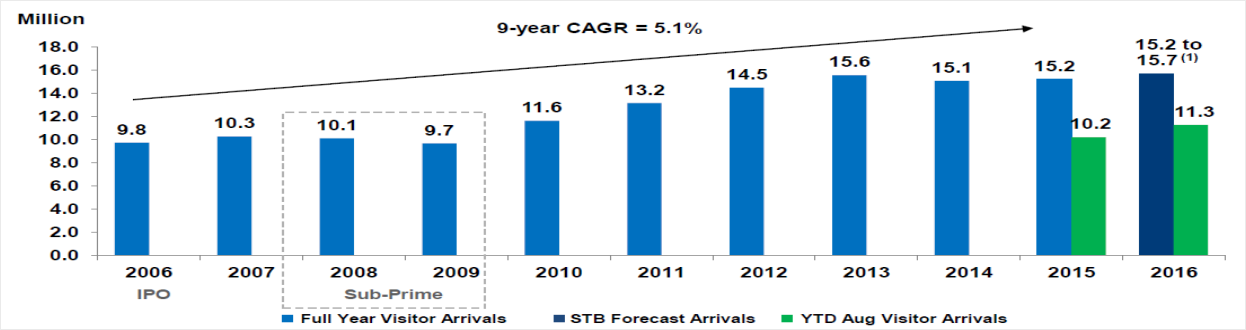
Australia	**8.6%**
Novotel Brisbane	2.8%
Mercure & Ibis Brisbane	2.6%
Mercure Perth	1.9%
Ibis Perth	1.3%
Maldives	**7.7%**
Angsana Velavaru	4.5%
Jumeirah Dhevanafushi	3.3%
United Kingdom	**5.4%**
Hilton Cambridge City Centre	5.4%
New Zealand	**4.6%**
Grand Millennium Auckland	4.6%
Japan	**3.2%**
MyStays Asakusabashi	1.8%
MyStays Kamata	1.5%

Portfolio Valuation
S$2.5 billion

Singapore	**70.5%**
Orchard Hotel	18.2%
Grand Copthorne Waterfront Hotel	14.2%
Novotel Singapore Clarke Quay	12.9%
M Hotel	9.5%
Studio M Hotel	6.4%
Copthorne King's Hotel	4.9%
Claymore Connect	4.3%

자료: CDL Hospitality Trusts, 키움증권

싱가폴 방문 관광객 지난 9년간 CAGR 5.1% 성장



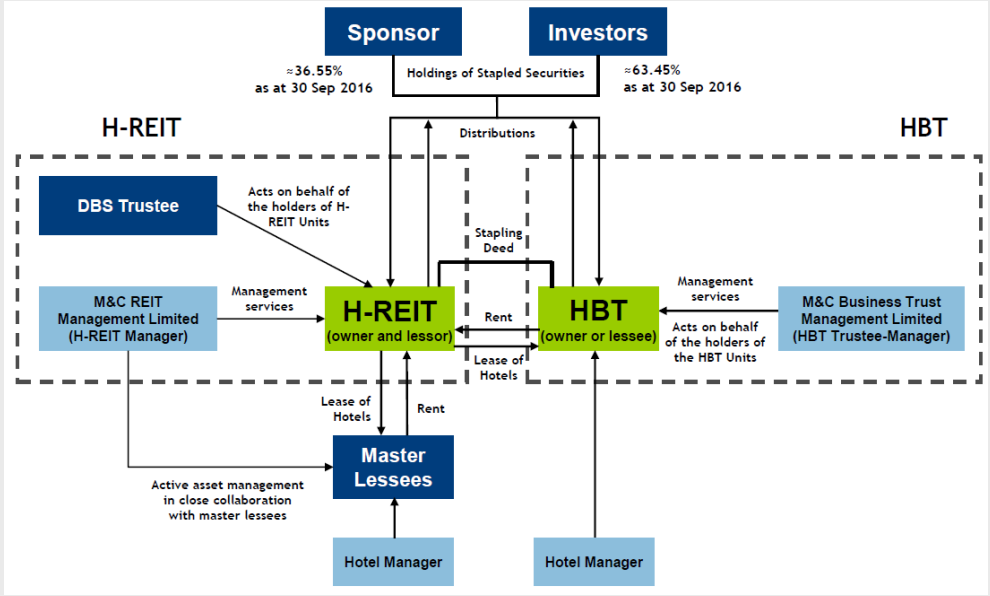
자료: CDL Hospitality Trusts, 싱가폴 관광공사, 키움증권

CDL Hospitality Trusts (CDREIT)

◎ CDL Hospitality Trusts

- CDL Hospitality Trusts REIT와 HBT(CDL Hospitality Business Trust)가 묶인 양면주식(Stapled Security) 형식으로 상장되어 있으며 위탁경영계약을 통한 호텔 경영 수익은 HBT를 통해서 유입되는 구조를 가지고 있음.

CDL Hospitality Trusts Structure



자료: CDL Hospitality Trusts, 키움증권

Far East Hospitality Trust (FEHT)

◎ 해외 진출 가능성이 생긴 Hospitality REIT

- 동사는 2012년 상장된 Far East Organization 그룹의 REIT로 8개의 호텔과 4개의 serviced residence를 포함해 싱가폴에만 12개의 자산을 가지고 있음.
- IPO 당시 3년간 해외 자산에 투자를 제한하는 조건이 있었으나 현재는 해외 투자에 대한 제한이 풀린 상태.
- 매출의 65%는 호텔, 14.1%는 serviced residence, 20.9%는 해당 자산들에 귀속되어 있는 상점에서 발생.
- 모 기업인 Far East Orgnanization은 싱가폴 내 업력이 50년 이상 된 부동산 개발사로 싱가폴 내 중급 호텔(M/S 12%)과 serviced residence(21%) 시장 M/S 1위 업체.
- Far East Hospitality는 스폰서인 모기업의 싱가폴 내 호텔과 serviced residence 자산들에 대해서 우선 매수 청구권을 가지고 있음.

Far East Hospitality Trust Financial Metrics

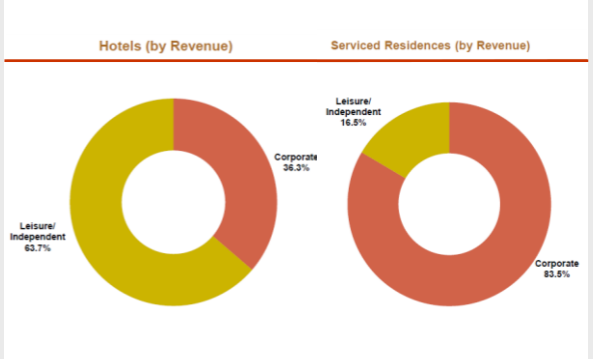
(단위: S$ 백만, 12월 결산)	FY 2013	FY 2014	FY 2015
매출	123	122	115
순운영소득(NPI)	112	110	104
배당가능이익(DNI)	95	91	82
EPU(S$)	0.08	0.04	0.02
DPU(S$)	0.06	0.05	0.05
PER	10.2	20.2	35.8
PBR	0.9	0.8	0.7
Gearing(Debt/Asset) (%)	31	31	32
배당수익률(%)	6.7	6.3	6.9
자산 수	12	12	12

(단위: S$, 주식 수&거래량: 백만)	
주가	0.58
시가총액(백만)	1,045
52주 최고가	0.68
52주 최저가	0.57
상장 주식 수	1,801
유동 주식 수	780
유동 주식 비율(%)	43.3
3M 평균 거래량(백만)	0.99
배당 지급 횟수	연 4회
기관투자자 비중(%)	36.9

자료: Bloomberg, Far East Hospitality annual report , 키움증권
주) 양면주식(stapled security) 기준, 2016년 11월 25일 기준

Far East Hospitality Trust (FEHT)

자산 별 기업고객/관광객 매출 비중



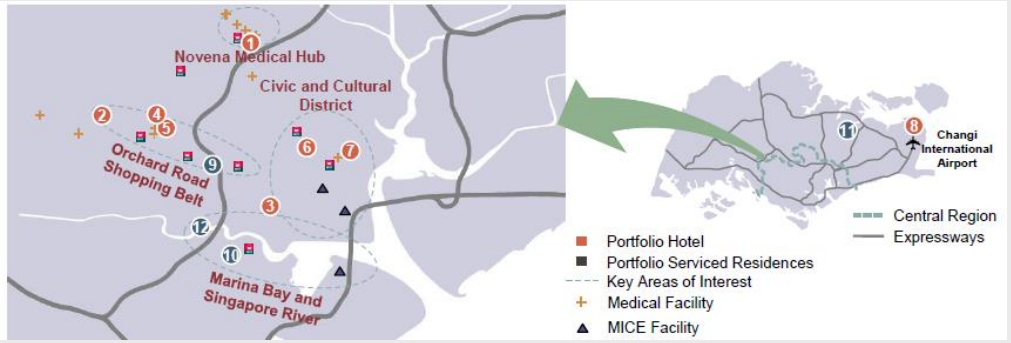
자료: Far East Hospitality Trust, 키움증권

우선매수가능한 싱가폴 내 Pipeline

	Name of ROFR Property	Expected Completion Date	Est. No of Rooms / Units
1	Orchard Scotts Residences	Completed	207
2	Orchard Parksuites	Completed	225
3	Village Residence West Coast	Completed	51
4	AMOY Hotel	Completed	37
5	Oasia Downtown Hotel	Completed	314
6	Oasia West Residences	Completed	116
	Completed Subtotal		**950**
	Under Development		
7	Outpost Hotel Sentosa & Village Hotel Sentosa	2018	850
8	The Clan	2H2019	292
	Under Development Subtotal		**1,142**

자료: Far East Hospitality Trust, 키움증권

지역 별 매출과 NPI



자료: Far East Hospitality Trust, 키움증권

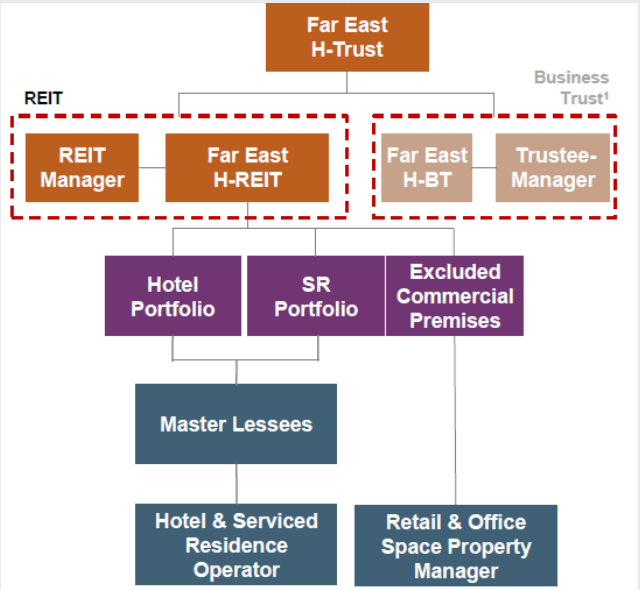
키움증권

Far East Hospitality Trust (FEHT)

◎ Far East Hospitality Trust

- 양면주식(Stapled Security)으로 상장되어 Far East의 호텔과 Serviced residence 자산들은 모두 마스터리스이며 해당 자산들의 임차업체들은 모두 Far East Organization 그룹의 관계회사임.

Far East Hospitality Trust Structure



자료: Far East Hospitality Trust, 키움증권

Ascendas Hospitality Trust (ASCHT)

◎ 아시아-태평양 지역에 집중하는 Ascendas의 호텔 REIT

- 동사는 2012년 7월 상장된 범아시아 지역의 호텔에 집중하는 Ascendas 그룹의 REIT로 상장 당시 호주 6개(시드니, 멜번, 브리즈번), 중국 베이징 1개, 일본 도쿄 1개 등 총 8개의 호텔로 시작해 현재 싱가폴 포함 4개국 7개 도시에서 11개 호텔을 가지고 있음.
- 향후에도 싱가폴보다는 적극적으로 해외 호텔 자산에 분산투자하는 전략을 가지고 있으며 호주와 같이 정치적으로 안정되고 부동산 투자가치가 높은 선진 시장을 유망 투자 대상 지역으로 전망하고 있음.
- NPI의 41%는 마스터리스(일본 26%, 싱가폴 15%)이며 59%(호주 50%, 중국 9%)는 위탁경영계약으로 균형 잡힌 수익구조를 갖추고 있음
- 총 객실의 83%가 Economy와 Midscale 등급 가격 경쟁력이 높은 객실들로 구성되어 있어 지역 분산화와 함께 안정적이고 꾸준한 수익창출을 기대할 수 있음.

Ascendas Hospitality Trust Financial Metrics

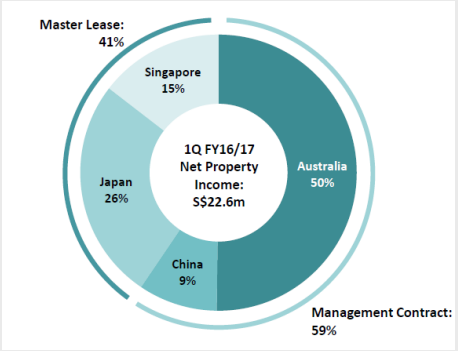
(단위: S$ 백만, 3월 결산)	FY 13/14	FY 14/15	FY 15/16
매출	214	227	215
순운영소득(NPI)	84	93	91
배당가능이익(DNI)	55	56	61
EPU(S$)	0.02	0.03	0.13
DPU(S$)	0.06	0.05	0.05
PER	43.5	26.4	5.7
PBR	1.0	0.9	0.9
Gearing(Debt/Asset) (%)	36	37	33
배당수익률(%)	7.5	7.4	7.2
자산 수	12	12	11

(단위: S$, 주식 수&거래량: 백만)	
주가	0.70
시가총액(백만)	781
52주 최고가	0.81
52주 최저가	0.62
상장 주식 수	1,123
유동 주식 수	691
유동 주식 비율(%)	61.5
3M 평균 거래량(백만)	0.70
배당 지급 횟수	연 2회
기관투자자 비중(%)	37.8

자료: Bloomberg, Ascendas Hospitality Trust annual report, 키움증권
주) 양면주식(stapled security) 기준, 2016년 11월 25일 기준

Ascendas Hospitality Trust (ASCHT)

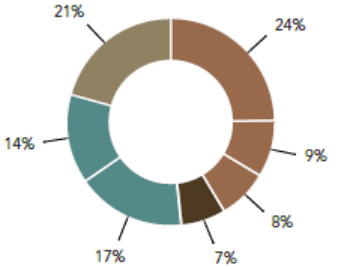
균형잡힌 마스터리스와 위탁경영계약 수익



자료: Ascendas Hospitality Trust, 키움증권

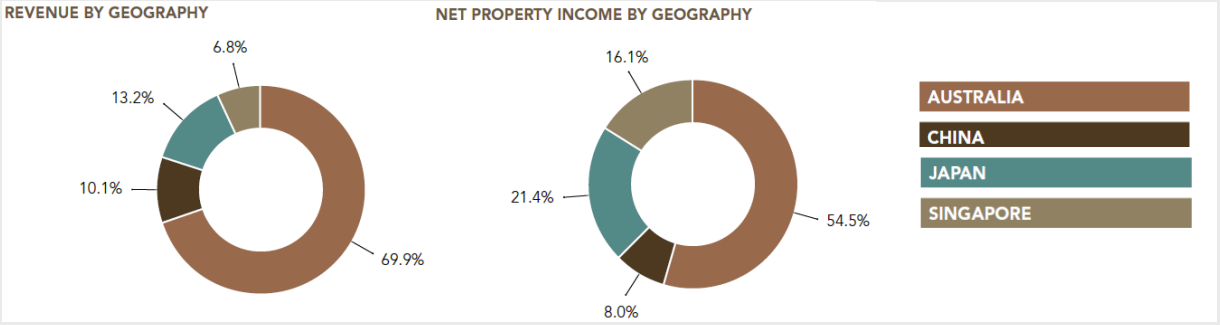
국가/도시별 자산가치 비중

AUSTRALIA	
Sydney	24%
Melbourne	9%
Brisbane	8%
CHINA	
Beijing	7%
JAPAN	
Tokyo	17%
Osaka	14%
SINGAPORE	
Singapore	21%



자료: Ascendas Hospitality Trust, 키움증권

지역 별 매출과 NPI



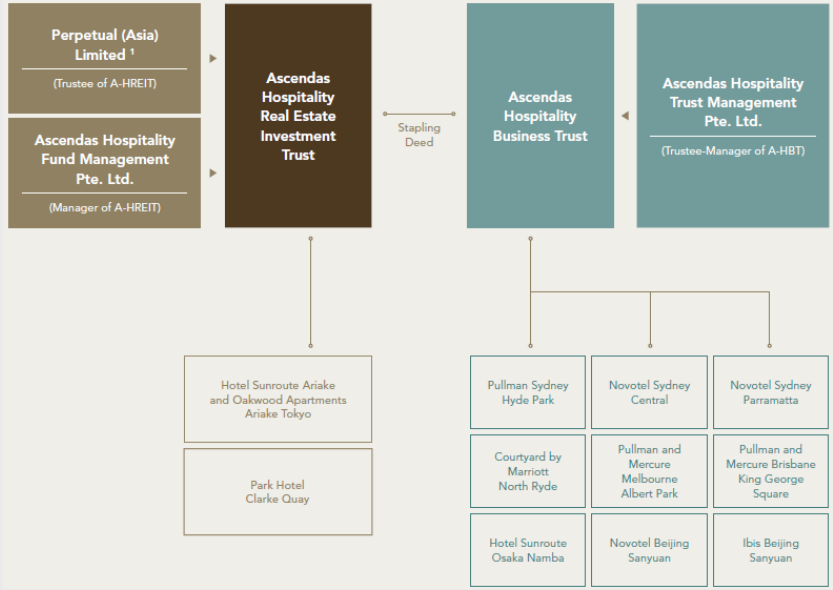
자료: Ascendas Hospitality Trust, 키움증권

Ascendas Hospitality Trust (ASCHT)

◎ Ascendas Hospitality Trust

- 양면주식(Stapled Security)으로 상장되어 있으며 Business Trust 소유 호텔 자산 9개 중 Sunrounte Osaka Namba만 Variable Lease이며 나머지는 모두 위탁경영계약으로 되어있음.

Ascendas Hospitality Trust Structure



자료: Ascendas Hospitality Trust, 키움증권

투자의견 변동내역 및 목표주가 그래프

> 당사는 공표일 전일 현재 동 자료상 투자의견이 제시된 기업 중 '하나투어'의 발행주식을 1%이상 보유하고 있으며, 그 밖에 언급된 종목들의 발행주식은 1%이상 보유하고 있지 않습니다..
> 동 자료는 11월 28일 당사 홈페이지(www.kiwoom.com)에 공표된 자료입니다.
> 동 자료의 금융투자분석사는 자료 작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
> 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

◎ 투자의견 적용기준

기업	적용기준(6개월)	업종	적용기준(6개월)
Buy(매수)	시장대비 +20% 이상 주가 상승 예상	Overweight (비중확대)	시장대비 +10% 이상 초과수익 예상
Outperform(시장수익률 상회)	시장대비 +10~+20% 주가 상승 예상	Neutral (중립)	시장대비 +10~-10% 변동 예상
Marketperform(시장수익률)	시장대비 +10~ -10% 주가 변동 예상	Underweight (비중축소)	시장대비 -10% 이상 초과하락 예상
Underperform(시장수익률 하회)	시장대비 -10~ -20% 주가 하락 예상		
Sell(매도)	시장대비 -20% 이하 주가 하락 예상		

◎ 투자등급 비율 통계 (2015/10/1~2016/9/30)

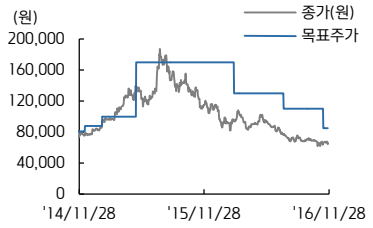
투자등급	건수	비율(%)
매수	156	95.71%
중립	7	4.29%
매도	0	0.00%

투자의견 변동내역 및 목표주가 그래프

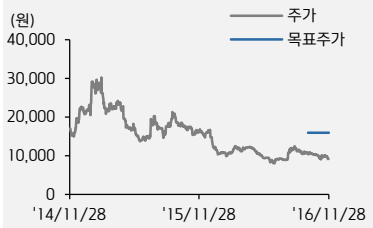
종목명	일자	투자의견	목표주가
하나투어	2014-11-04	BUY(Maintain)	81,000원
(039130)	2014-12-15	BUY(Maintain)	88,000원
	2015-02-03	BUY(Maintain)	100,000원
	2015-05-14	BUY(Maintain)	170,000원
	2015-06-29	BUY(Maintain)	170,000원
	2015-09-16	BUY(Maintain)	170,000원
	2016-02-24	BUY(Maintain)	130,000원
	2016-06-03	BUY(Maintain)	130,000원
	2016-07-18	BUY(Maintain)	110,000원
	2016-11-28	BUY(Maintain)	85,000원
한진칼	2015-07-01	BUY(Initiate)	35,000원
(180640)	2015-11-24	BUY(Maintain)	29,000원
	2016-05-19	BUY(Maintain)	27,000원
	2016-08-17	BUY(Maintain)	27,000원
	2016-11-28	BUY(Maintain)	27,000원
금호산업	2016/09/30	Buy(Initiate)	16,000원
(002990)	2016/11/08	BUY(Maintain)	16,000원
	2016/11/28	BUY(Maintain)	16,000원
에머슨퍼시픽	2016/11/28	Outperform(Initiate)	40,000원
(025980)			
용평리조트	2016/11/28	Outperform(Initiate)	9,500원
(070960)			

투자의견 변동내역 및 목표주가 그래프

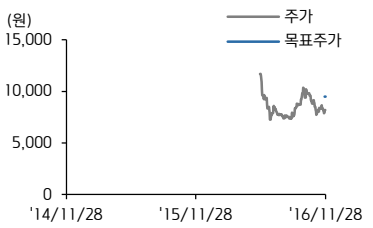
하나투어(039130)



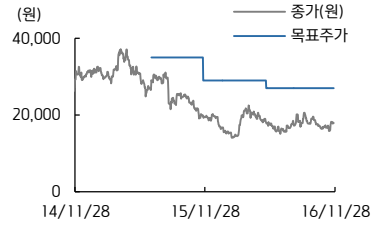
금호산업(002990)



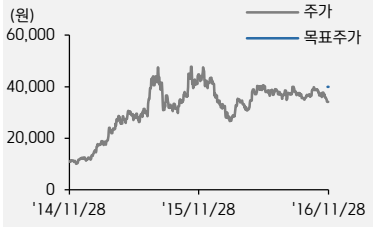
용평리조트(070960)



한진칼(180640)



에머슨퍼시픽(025980)



키움증권

ONLINE NO.1 KIWOOM SECURITIES

이 페이지는 편집상 공백입니다

키움증권

ONLINE NO.1 KIWOOM SECURITIES

이 페이지는 편집상 공백입니다

키움증권

ONLINE NO.1 KIWOOM SECURITIES

이 페이지는 편집상 공백입니다