

## 1Q13 전망: 터널을 지나는 과정

- 목표주가 61,000원에서 50,000원으로 18.0% 하향 조정
  - 호텔신라 목표주가 하향 조정은 연간 실적 하향 조정에 기인. 엔화 약세로 2013년 일본인 입국자가 10% 감소할 것으로 전망함에 따라 2013년 EPS를 기준 추정치대비 17.9% 하향
  - 다만, 중국인 관광객을 기반으로 한 면세점/호텔 성장성은 유효하며, 7월까지의 서울호텔 리모델링 이후 빠른 실적 회복이 기대되기에 중장기적 관점에서 투자의견 BUY 유지
- 4Q12 review: 환율 급변으로 면세점 원가를 상승, 입국자 증가를 둔화
  - 호텔신라의 4Q12 매출액은 5,521억원(+8.0%yoy), 영업이익은 225억원(-36.9%yoy)으로 시장 컨센서스 및 당사 추정치 하회. 이는 1) 면세점 매출 증가를 둔화, 2) 원가율 상승에 기인
  - 엔화 약세로 4Q12 일본인 입국자 전년동기대비 23.1% 감소, 중국인 입국자 증가(+24.1%yoy) 및 출국자수 증가(+13.7%yoy)로 이를 상쇄하였지만 매출 증가를 둔화 불가피
  - 원/달러 환율이 빠르게 하락하면서(4Q12 원/달러 환율 평균 -3.8%qoq), 면세점 상품 원가율이 상승하여 영업이익 감소폭 확대되었음. 단기적으로 원/달러 환율의 급락이 없다면 향후 원가율 상승 Risk는 제한적인 것으로 판단
- 1Q13 및 2013년 전망: '13년은 서울호텔 리모델링, 일본인 관광객 감소로 상저하고 전망
  - 호텔신라의 1Q13 매출액은 5,038억원(+3.5%yoy), 영업이익은 178억원(-42.1%yoy) 전망. 실적 약화가 예상되는 이유는 서울호텔 리모델링, 일본인 입국자 감소 영향 때문
  - 호텔신라는 2013년 상반기에 1) 서울호텔 리모델링으로 인한 호텔 매출 감소(호텔 인력 유급 휴가 예정), 2) 전년대비 약 10% 약세로 전환한 원/엔 환율로 인한 일본인 입국자 감소, 3) 인천공항 면세점 임차료 협상(당사는 동결 가정)으로 인해 실적 불확실성 확대
  - 하지만 2013년 하반기부터 1) 서울호텔 영업 재개로 인한 호텔 부문 영업이익 흑자전환(상반기 210억원 적자 → 하반기 93억원 흑자), 2) 원/엔 환율의 기저효과 발현, 3) 인천공항 면세점 임차료 불확실성 해소로 인해 실적 및 주가 센터먼트가 빠르게 회복될 것으로 전망
  - 단기적으로 주가 모멘텀이 부재하지만, 하반기 실적 대반전을 고려하면 분할 매수 전략이 유효한 것으로 판단

### 시장 Consensus 대비

Above	
In-line	
Below	0

### BUY(유지)

목표주가(12M, 하향)	50,000원
현재주가(1/25)	43,350원

### Key Data

(기준일: 2013. 1. 25)

KOSPI(pt)	1,946.7
KOSDAQ(pt)	506.8
액면가(원)	5,000
시가총액(십억원)	1,701.4
52주 최고/최저(원)	59,800 / 41,200
52주 일간 Beta	0.53
발행주식수(천주)	39,248
평균거래량(3M, 천주)	315
평균거래대금(3M, 백만원)	14,391
배당수익률(13F, %)	0.7
외국인 지분율(%)	31.9
주요주 지분율(%)	
삼성생명의 5인	17.5

### Company Performance

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-2.0	-16.6	-12.4	0.7
KOSPI대비상대수익률	-0.3	-17.8	-22.4	1.0

### Earnings Summary(IFRS 개별 기준)

결산기(12월) (단위: 십억원)	4Q12P			1Q13E			2011	2012P		2013E	
	실적발표	예상치	차이 (%, %p)	예상치	qoq (%, %p)	yoy (%, %p)		예상치	yoy (%, %p)	예상치	yoy (%, %p)
매출액	552.1	602.3	-8.3	503.8	-8.7	3.5	1,764.4	2,189.7	24.1	2,396.0	9.4
영업이익	22.5	38.4	-41.3	17.8	-21.0	-42.1	96.0	129.3	34.6	133.9	3.6
세전이익	22.0	29.8	-26.2	15.7	-28.8	-43.2	73.5	133.4	81.4	125.6	-5.8
순이익	16.7	22.7	-26.5	11.9	-28.6	-43.2	56.0	101.4	80.9	95.4	-5.8
OP Margin	4.1	6.4	-2.3	3.5	-0.5	-2.8	5.4	5.9	0.5	5.6	-0.3
NP Margin	3.0	3.8	-0.7	2.4	-0.7	-1.9	3.2	4.6	1.5	4.0	-0.6
EPS(원)	1,699	2,311	-26.5	1,214	-28.6	-43.2	1,427	2,582	80.9	2,432	-5.8
BPS(원)	16,664	16,814	-0.9	16,674	0.1	14.7	14,278	16,664	16.7	18,865	13.2
ROE(%)	10.2	13.7	-3.6	7.3	-2.9	-7.4	9.5	15.8	6.3	13.1	-2.7
PER(X)	25.5	18.8	-	35.7	-	-	27.0	16.8	-	17.8	-
PBR(X)	2.6	2.6	-	2.6	-	-	2.7	2.6	-	2.3	-

자료: 호텔신라, 유진투자증권 / 주: EPS는 annualized 기준





**도표 1 호텔신라 4Q12 실적: 시장 컨센서스 및 당사 추정치 하회**

(십억원)	4Q11	3Q12	4Q12P	%qoq	%yoy	당사 추정치	Consensus	Consensus대비 %
매출액	511.0	594.5	552.1	-7.1	8.0	602.3	580.2	-4.8
영업이익	35.7	34.9	22.5	-35.4	-36.9	38.4	35.1	-35.8
당기순이익	22.1	24.7	16.7	-32.5	-24.7	22.7	23.7	-29.7

자료: FnGuide, 유진투자증권  
주: K-IFRS 개별 기준

**도표 2 일본인 입국자수 감소 반영하여 호텔신라 연간 실적 하향 조정**

		매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	세전이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EPS (원)
수정 전	2012E	2,239.9	145.1	141.2	107.4	2,723
	2013E	2,532.0	169.2	153.5	116.6	2,955
	2014E	2,955.6	266.1	257.8	195.9	4,970
수정 후	2012P	2,189.7	129.3	133.4	101.4	2,576
	2013E	2,396.0	133.9	125.6	95.4	2,425
	2014E	2,833.5	230.1	226.5	172.1	4,375
변동률	2012P	-2.2%	-10.9%	-5.6%	-5.6%	-5.4%
	2013E	-5.4%	-20.9%	-18.2%	-18.2%	-17.9%
	2014E	-4.1%	-13.6%	-12.1%	-12.1%	-12.0%

자료: 유진투자증권  
주: K-IFRS 개별 기준

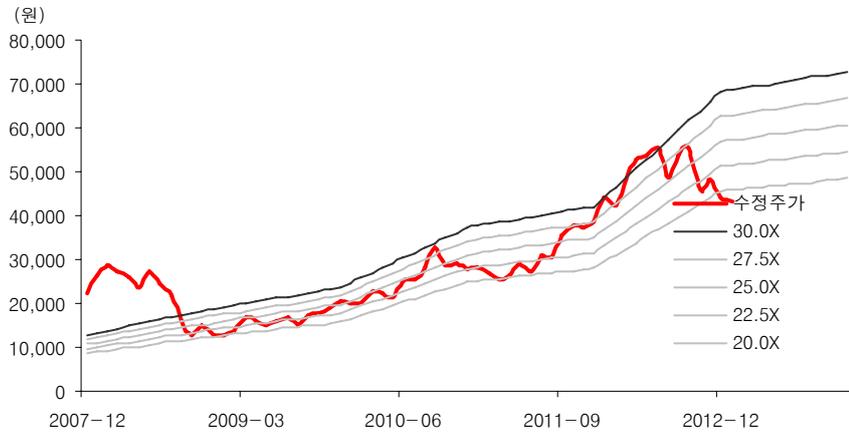
**도표 3 호텔신라 목표주가 61,000원에서 50,000원으로 18.0% 하향 조정**

(단위: 원, 배)	내용
2013E EPS	2,425
Target PER Multiple(2009~2012년 연간 PER 평균)	20.9
목표주가	50,000

자료: 유진투자증권



도표 4 호텔신라 PER Band Chart



자료: 호텔신라, 유진투자증권

주: 2012년 주모나비(아티제 베이커리) 매각차익 159억원 제외 / 2013년 인천공항 임차료 동결, 서울호텔 리모델링 가정

도표 5 호텔신라 연간 PER 추이

(단위: 배)	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013E	2014E
<b>PER</b>											
High	19.1	24.4	37.3	80.9	47.4	27.0	26.1	28.6	26.3		
Low	13.3	11.6	24.0	30.9	14.5	15.3	15.2	15.1	17.0		
평균	16.2	15.4	31.9	47.5	34.2	20.4	20.0	21.4	21.6	17.9	9.9

자료: 호텔신라, 유진투자증권

주: 2013년 인천공항 임차료 동결 가정

도표 6 호텔신라 분기 실적 전망(K-IFRS 개별 기준)

(단위: 십억원, %)	1Q12	2Q12	3Q12	4Q12P	1Q13E	2Q13E	3Q13E	4Q13E	2011	2012P	2013E
<b>매출액</b>	<b>486.8</b>	<b>556.3</b>	<b>594.5</b>	<b>552.1</b>	<b>503.8</b>	<b>581.9</b>	<b>660.3</b>	<b>649.8</b>	<b>1,764.4</b>	<b>2,189.7</b>	<b>2,396.0</b>
면세점	420.1	485.8	516.6	476.0	464.8	541.3	587.8	568.3	1,501.2	1,898.5	2,162.3
호텔	58.0	61.1	69.2	67.0	29.9	30.8	63.4	72.0	230.7	255.3	196.0
기타	8.7	9.4	8.7	9.1	9.1	9.9	9.1	9.6	32.5	35.9	37.7
<b>영업이익</b>	<b>30.8</b>	<b>41.0</b>	<b>34.9</b>	<b>22.5</b>	<b>17.8</b>	<b>26.1</b>	<b>47.0</b>	<b>43.0</b>	<b>96.0</b>	<b>129.3</b>	<b>133.9</b>
영업이익률	6.3	7.4	5.9	4.1	3.5	4.5	7.1	6.6	5.4	5.9	5.6
면세점	26.0	34.1	28.7	15.1	27.1	32.4	40.1	35.1	65.3	103.9	134.6
호텔	2.5	4.6	4.7	4.7	-12.0	-9.2	4.3	5.0	19.3	16.5	-11.9
기타	2.3	2.3	1.5	2.7	2.7	2.9	2.7	2.8	11.4	8.8	11.2
<b>법인세차감전순이익</b>	<b>27.6</b>	<b>51.3</b>	<b>32.5</b>	<b>22.0</b>	<b>15.7</b>	<b>20.1</b>	<b>45.6</b>	<b>44.2</b>	<b>73.5</b>	<b>133.4</b>	<b>125.6</b>
세전이익률	5.7	9.2	5.5	4.0	3.1	3.5	6.9	6.8	4.2	6.1	5.2
<b>당기순이익</b>	<b>21.0</b>	<b>39.0</b>	<b>24.7</b>	<b>16.7</b>	<b>11.9</b>	<b>15.3</b>	<b>34.7</b>	<b>33.6</b>	<b>56.0</b>	<b>101.4</b>	<b>95.4</b>
당기순이익률	4.3	7.0	4.2	3.0	2.4	2.6	5.3	5.2	3.2	4.6	4.0

자료: 호텔신라, 유진투자증권

주: 2013년 인천공항 임차료 동결 가정



## 호텔신라(008770.KS) 재무제표

### 대차대조표

(단위:십억원)	2010A	2011A	2012F	2013F	2014F
<b>유동자산</b>	<b>390</b>	<b>571</b>	<b>673</b>	<b>742</b>	<b>914</b>
현금및 현금성자산	96	124	211	204	305
단기금융상품	26	0	1	1	1
매출채권	47	77	78	92	105
재고자산	216	335	348	410	467
기타	5	34	35	35	35
<b>비유동자산</b>	<b>784</b>	<b>805</b>	<b>803</b>	<b>850</b>	<b>868</b>
투자자산	322	282	294	306	318
유형자산	462	475	488	528	537
무형자산	0	27	21	16	13
<b>자산총계</b>	<b>1,174</b>	<b>1,376</b>	<b>1,476</b>	<b>1,591</b>	<b>1,782</b>
<b>유동부채</b>	<b>343</b>	<b>292</b>	<b>299</b>	<b>326</b>	<b>351</b>
매입채무	99	140	146	172	196
단기차입금	175	52	52	52	52
기타유동부채	70	100	101	102	103
<b>비유동성부채</b>	<b>247</b>	<b>485</b>	<b>490</b>	<b>495</b>	<b>500</b>
장기금융부채	137	371	371	371	371
기타	111	114	119	124	129
<b>부채총계</b>	<b>590</b>	<b>778</b>	<b>789</b>	<b>821</b>	<b>851</b>
자본금	200	200	200	200	200
자본잉여금	209	196	196	196	196
자본조정	-4	-4	-4	-4	-4
기타포괄손익누계액	13	5	5	5	5
이익잉여금	166	201	291	374	534
<b>자본총계</b>	<b>583</b>	<b>598</b>	<b>688</b>	<b>771</b>	<b>931</b>
<b>순차입금</b>	<b>190</b>	<b>298</b>	<b>211</b>	<b>219</b>	<b>117</b>

### 현금흐름표

(단위:십억원)	2010A	2011A	2012F	2013F	2014F
<b>영업활동 현금</b>	<b>56</b>	<b>14</b>	<b>161</b>	<b>96</b>	<b>176</b>
당기순이익	50	56	101	95	172
비현금수익비용가감	42	71	68	50	50
유형자산감가상각비	31	33	37	41	41
무형자산상각비	0	1	6	5	4
기타현금수익비용	0	3	26	5	5
영업활동 자산부채변동	-37	-97	-9	-49	-46
매출채권 감소(증가)	-6	-13	-2	-14	-13
재고자산 감소(증가)	-43	-118	-13	-62	-58
매입채무 증가(감소)	13	32	6	26	24
기타자산, 부채변동	1	1	1	1	1
<b>투자활동 현금</b>	<b>-70</b>	<b>-71</b>	<b>-61</b>	<b>-92</b>	<b>-62</b>
유형자산처분(취득)	-40	-66	-50	-80	-50
무형자산감소(증가)	0	-1	0	0	0
투자자산감소(증가)	-25	0	-2	-2	-2
기타투자활동	-5	-4	-9	-10	-10
<b>재무활동 현금</b>	<b>6</b>	<b>79</b>	<b>-12</b>	<b>-12</b>	<b>-12</b>
차입금의 증가(감소)	15	111	0	0	0
자본의 증가(감소)	-9	-11	-12	-12	-12
배당금의 지급	10	12	12	12	12
기타재무활동	0	-21	0	0	0
<b>현금의 증가</b>	<b>-9</b>	<b>28</b>	<b>87</b>	<b>-8</b>	<b>102</b>
기초현금	105	96	124	211	204
기말현금	96	124	211	204	305

자료: 호텔신라, 유진투자증권

### 손익계산서

(단위:십억원)	2010A	2011A	2012F	2013F	2014F
<b>매출액</b>	<b>1,452</b>	<b>1,764</b>	<b>2,190</b>	<b>2,396</b>	<b>2,833</b>
매출원가	795	0	0	0	0
<b>매출총이익</b>	<b>658</b>	<b>1,764</b>	<b>2,190</b>	<b>2,396</b>	<b>2,833</b>
판매비및관리비	580	1,668	2,060	2,262	2,603
<b>영업이익</b>	<b>78</b>	<b>96</b>	<b>129</b>	<b>134</b>	<b>230</b>
<b>영업외손익</b>	<b>-13</b>	<b>-23</b>	<b>4</b>	<b>-8</b>	<b>-4</b>
이자수익	3	13	16	18	25
이자비용	19	26	25	23	21
외환손익	2	-1	3	3	1
지분법평가손익	2	0	0	0	0
자산처분손익	-2	-3	0	0	0
기타	-37	-57	-41	-53	-50
<b>세전계속사업손익</b>	<b>65</b>	<b>74</b>	<b>133</b>	<b>126</b>	<b>226</b>
계속사업법인세비용	16	17	32	30	54
계속사업이익	50	56	101	95	172
중단사업손익	0	0	0	0	0
<b>당기순이익</b>	<b>50</b>	<b>56</b>	<b>101</b>	<b>95</b>	<b>172</b>
(포괄손익)	62	61	106	100	177
EBITDA	109	130	172	179	275
매출총이익률	45.3	100.0	100.0	100.0	100.0
EBITDA마진율(%)	7.5	7.4	7.8	7.5	9.7
영업이익률(%)	5.4	5.4	5.9	5.6	8.1
세전계속사업이익률(%)	4.5	4.2	6.1	5.2	8.0
ROA(%)	4.4	4.4	7.1	6.2	10.2
ROE(%)	9.0	9.5	15.8	13.1	20.2
수정ROE*(%)	11.2	10.3	16.5	13.7	20.8

### 주요투자지표

	2010A	2011A	2012F	2013F	2014F
<b>투자지표</b>					
PER(배)	21.9	27.0	16.8	17.9	9.9
수정 PER(배)	17.5	24.9	16.0	17.0	9.6
PBR(배)	1.9	2.7	2.6	2.3	1.9
배당수익률(%)	1.1	0.8	0.7	0.7	1.2
EV/ EBITDA(배)	11.8	14.0	11.2	10.8	6.7
<b>성장성(%yoy)</b>					
매출액	19.7	21.5	24.1	9.4	18.3
영업이익	44.0	23.2	34.6	3.6	71.8
세전계속사업손익	56.1	12.3	81.4	-5.8	80.3
포괄손익	120.8	-2.5	74.6	-5.6	76.5
EPS	57.8	12.7	80.9	-5.8	80.3
<b>안정성(%)</b>					
유동비율	87.9	51.2	44.4	43.9	38.4
부채비율	101.2	130.0	114.7	106.4	91.4
이자보상배율	4.9	7.4	13.9	29.3	na
순차입금/자기자본	32.5	49.9	30.7	28.3	12.6
<b>주당지표</b>					
EPS	1,266	1,427	2,582	2,432	4,386
수정EPS	1,589	1,549	2,703	2,553	4,507
BPS	14,580	14,278	16,664	18,865	22,957
EBITDA/Share	2,718	3,258	4,294	4,476	6,869
CFPS	2,304	3,178	4,235	3,636	5,547
DPS	300	300	300	300	500



**Compliance Notice**

당사는 자료 작성일 기준으로 지난 3개월 간 해당종목에 대해서 유가증권 발행에 참여한 적이 없습니다  
 당사는 본 자료 발간일을 기준으로 해당종목의 주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다  
 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다  
 조사분석담당자는 자료작성일 현재 동 종목과 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다  
 동 자료에 게재된 내용들은 조사분석담당자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다  
 동 자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에 있습니다  
 동 자료는 당사의 동의없이 어떠한 경우에도 어떠한 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형, 대여할 수 없습니다  
 동 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 어떠한 경우에도 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재에 대한 증빙자료로 사용될 수 없습니다

**투자기간 및 투자등급**

종목추천 및 업종추천 투자기간: 12개월 (추천기준일 증가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미함)

• STRONG BUY	추천기준일 증가대비 +50%이상
• BUY	추천기준일 증가대비 +20%이상 ~ +50%미만
• HOLD	추천기준일 증가대비 0%이상 ~ +20%미만
• REDUCE	추천기준일 증가대비 0%미만

