

## 호텔신라(008770)

### 중립(하향)

### 수익성 개선 더딜 전망

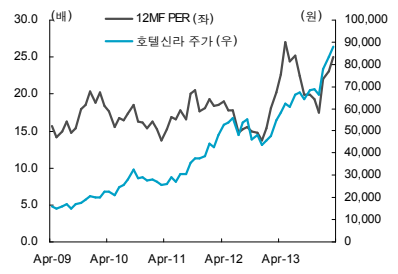
#### Stock Data

KOSPI(4/14)	1,997
주4(4/14)	84,500
시가총액(십억원)	3,316
발행주식수(백만)	39
52주 최고/최저가(원)	91,400/54,200
일평균거래대금(6개월, 백만원)	21,896
유동주식비율/외국인지분율(%)	81.5/39.5
주요주주(%)	삼성생명보험 외 4인 16.9
	국민연금공단 10.0

#### 주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	(2.2)	37.4	53.1
상대주가(%p)	(6.2)	38.5	49.3

#### 12MF PER 추이



자료: WISEIn 컨센서스

### 성장 잠재력 감안하더라도 높은 밸류에이션 부담, 투자의견 '중립'으로 하향 조정

호텔신라에 대한 투자의견을 '매수'에서 '중립'으로 하향조정한다. 투자의견을 하향조정하는 이유는 다음 다섯가지다. 1) 중국인 방한객수의 높은 증가세 지속으로 면세점 매출의 양호한 성장이 예상되나 원달러환율 하락과 마케팅비용 부담으로 이익률 상승은 제한적일 전망이다. 2) 서울 호텔 투숙률 정상화가 엔화 약세 등으로 예상보다 더디다. 3) 2014년 4분기에 영업을 시작하는 싱가포르 창이공항 면세점 향수/화장품 매장의 이익 기여는 설비투자과 초기 마케팅비용 등으로 2016년부터 예상된다. 4) 인천공항 면세점 임차료는 2015년부터 상승할 전망이다. 5) 12개월 forward PER이 30.7배로 2014년 실적 회복과 2015년 이후 해외 면세점 매출 성장이 이미 주가에 반영된 것으로 판단된다.

### 1분기 영업이익은 컨센서스를 하회할 전망

1분기 연결기준 매출액과 영업이익은 전년동기대비 각각 27.4%, 246.2% 증가한 6,087억원과 255억원으로 추정된다. 매출액은 컨센서스 대비 5.3% 많으나 영업이익은 컨센서스 대비 14.0% 적다. 1분기 면세점 매출은 전년동기대비 22.4% 증가한 5,405억원으로 예상된다. 1분기 중국인 방한객수가 전년동기대비 42.6% 늘어나 중국인 면세점 매출이 전년동기대비 61.4% 증가한 것으로 추정된다. 일본인 면세점 매출은 일본인 방한객수 감소와 엔화약세에 따른 구매력 하락으로 전년동기대비 26.0% 감소한 것으로 예상된다. 한국인 면세점 매출은 출국객수 증가로 전년동기대비 10.0% 늘어난 것으로 추정된다. 호텔 부문은 서울호텔 투숙률 회복이 엔화약세 등으로 지연되면서 매출이 전년동기대비 124.5% 늘어나지만(13년 상반기 리노베이션공사로 영업중단) 영업손실이 82억원으로 추정돼 부진한 것으로 예상된다. 1분기 면세점 영업이익률은 원달러환율이 안정되고 1회성 비용(13년 4분기 삼성그룹 특별상여)이 제거되면서 5.7%로 전분기대비 3.7%p 상승한 것으로 추정된다.

### 최근 원화 강세도 2분기 실적에 부담 요인

4월 13일 원달러환율이 1038.9원으로 1분기 평균환율 1,069.2원대비 2.9% 하락했다. 환율 변동이 호텔신라의 면세점 수익에 미치는 영향은 크게 두가지다. 1) 원화강세에 따른 외국인(주로 일본인) 방한객수 감소, 2) 원달러환율 하락에 따른 원화환산 매출 감소와 원가율 상승이다. 면세점 매출은 전부 달러기준으로 발생하는데 원화로 환산해 매출로 인식하기 때문에 원달러환율이 하락하면 매출이 줄어든다. 높은 환율로 구매한 상품을 낮은 환율에서 팔기 때문에 매출원가율이 상승하게 된다. 상품 구매를 제외한 인천공항 면세점 임차료, 인건비 등 영업비용이 대부분 원화기준으로 지출되기 때문에 원달러환율 하락은 영업이익률을 하락시킨다. 분기별 원달러 평균환율과 호텔신라 면세점 영업이익률 추이와 전망은 [그림 1]과 같다

	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	세전이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA (십억원)	PER (x)	EV/EBITDA (x)	PBR (x)	ROE (%)
2012A	2,220	129	133	101	2,566	79.9	174	17.1	11.1	2.5	15.6
2013A	2,297	87	16	11	274	(89.3)	138	242.7	21.6	3.9	1.6
2014F	2,824	146	128	97	2,461	798.3	215	34.3	17.1	4.4	13.4
2015F	3,584	199	179	136	3,452	40.3	268	24.5	14.0	3.7	16.3
2016F	3,882	249	230	174	4,431	28.4	320	19.1	11.4	3.2	17.7

주: 순이익, EPS 등은 지배주주지분 기준

### 인천국제공항 면세점, 계약기간 연장보다 임차료 인상이 중요하다

머니투데이는 4월 14일 '인천국제공항 면세점, 계약기간 3년 추가 연장 검토' 기사에서 인천국제공항 면세점 사업자의 운영기간을 2015년 2월말에서 3년 추가 연장하는 방안이 검토 중이라고 보도했다. 인천국제공항공사가 제 2터미널을 개장하는 2018년 2월말까지 현 면세점 사업자의 운영계약을 연장하는 방안을 검토 중이라는 것이다. 새 터미널을 개장하면 사업환경이 달라지기 때문에 면세점 사업자도 2018년 개장 이후 새로 선정하는 것이 합리적이라는 게 국토부의 판단이라는 것이다.

호텔신라는 인천공항 면세점을 2008년 3월부터 5년과 2013년 3월부터 2015년 2월까지 연장 운영하고 있다. 업계에서는 2014년 하반기에 인천공항 면세점 입찰로 3기 사업자가 결정될 것으로 예상하고 있었다. 우리는 재입찰을 하더라도 호텔신라가 면세점 사업자로 포함될 가능성이 높다고 전망한다. 인천공항의 높은 임차료를 부담할만한 다른 국내 사업자가 드물고, 지금까지 인천공항 면세점을 운영하면서 공항공사와의 신뢰관계가 구축됐기 때문이다. 우리는 2013년 3월부터 연장된 2년간 임차료가 동결됐지만, 2015년 3월부터는 임차료가 공항이용객수 증가율 수준(2015년 10%, 2016년 5%)으로 인상될 것으로 예상된다. 재입찰 없이 인천공항 면세점 운영 계약이 연장되면서 임차료 인상이 우리 예상보다 낮게 결정되면 기업가치에 긍정적이다.

<표 1> 분기실적 추이와 전망(연결)

(단위: 십억원, %, %p)

	1Q13	4Q13	1Q14F	QoQ	YoY	컨센서스	차이	2Q14F	3Q14F	4Q14F
매출액	478.0	593.7	608.7	2.5%	27.4%	578.2	5.3%	672.9	792.8	749.2
면세유통	441.6	524.8	540.5	3.0%	22.4%			594.1	706.3	666.4
호텔	26.1	56.3	58.5	3.9%	124.5%			65.9	75.4	69.5
생활레저	11.0	14.9	10.7	(28.1%)	(2.2%)			13.9	12.7	15.8
영업이익	7.4	5.8	25.5	340.1%	246.2%	29.7	(14.0%)	33.2	53.8	33.5
영업이익률	1.5%	1.0%	4.2%	3.2%p	2.7%p	5.1%	(0.9%p)	4.9%	6.8%	4.5%
면세유통	12.5	10.6	31.0	192.2%	148.3%			29.3	48.0	28.8
영업이익률	2.8%	2.0%	5.7%	3.7%p	2.9%p			4.9%	6.8%	4.3%
호텔	(6.6)	(7.9)	(8.2)	3.9%	23.6%			1.0	3.1	1.9
생활레저	1.6	3.1	2.9	(7.7%)	83.7%			3.0	2.9	3.0
세전이익	(25.8)	(1.3)	21.3	흑전	흑전	29.9	-	29.2	49.6	27.7
순이익	(20.1)	(1.5)	16.2	흑전	흑전	21.7	-	22.1	37.6	21.0

자료: 호텔신라, 한국투자증권

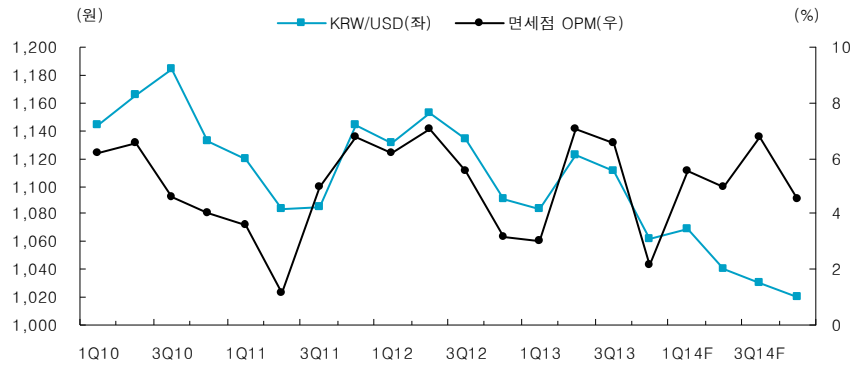
<표 2> 분기실적 추이와 전망(별도)

(단위: 십억원, %, %p)

	1Q13	4Q13P	1Q14F	QoQ	YoY	컨센서스	차이	2Q14F	3Q14F	4Q14F
매출액	473.4	587.5	600.1	2.1%	26.8%	573.0	4.7%	661.9	779.7	651.2
면세유통	438.9	518.0	532.9	2.9%	21.4%			583.9	693.5	567.9
호텔	26.1	56.2	58.5	4.1%	124.1%			65.9	75.4	69.5
생활레저	8.4	13.3	8.7	(34.4%)	3.8%			12.1	10.9	13.8
영업이익	8.5	6.0	24.3	305.0%	185.2%	31.7	(23.3%)	32.9	53.1	30.5
영업이익률	1.8%	1.0%	4.0%	3.0%p	2.2%p	5.5%	(1.5%p)	5.0%	6.8%	4.7%
면세유통	13.4	11.2	29.7	164.7%	121.3%			28.9	47.1	25.6
영업이익률	3.1%	2.2%	5.6%	3.4%p	2.5%p			4.9%	6.8%	4.5%
호텔	(6.6)	(8.0)	(8.2)	2.6%	24.4%			1.0	3.1	1.9
생활레저	1.7	2.7	2.9	6.0%	66.3%			3.0	2.9	3.0
세전이익	(24.9)	(1.0)	22.2	흑전	흑전	31.2	-	30.8	50.9	28.4
순이익	(18.9)	(0.9)	16.8	흑전	흑전	23.5	-	23.3	38.6	21.5

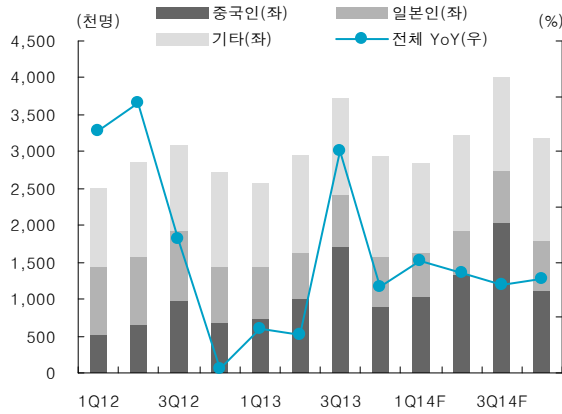
자료: 호텔신라, 한국투자증권

[그림 1] 원/달러 환율과 면세점 영업이익률 추이와 전망



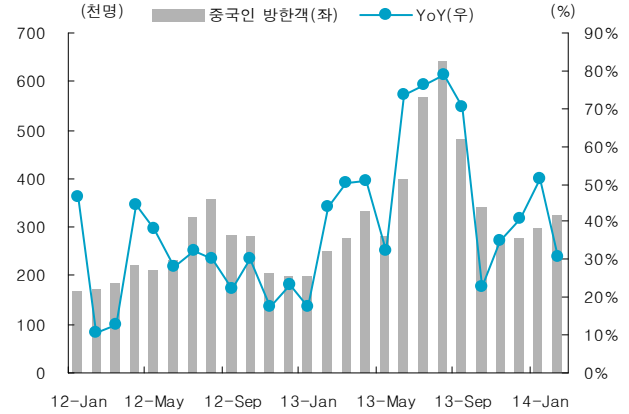
주: 분기 평균 원/달러 환율 기준, 별도기준 면세점 영업이익률 기준  
 자료: 호텔신라, 한국투자증권

[그림 2] 분기별 외국인 방문객수 추이와 전망



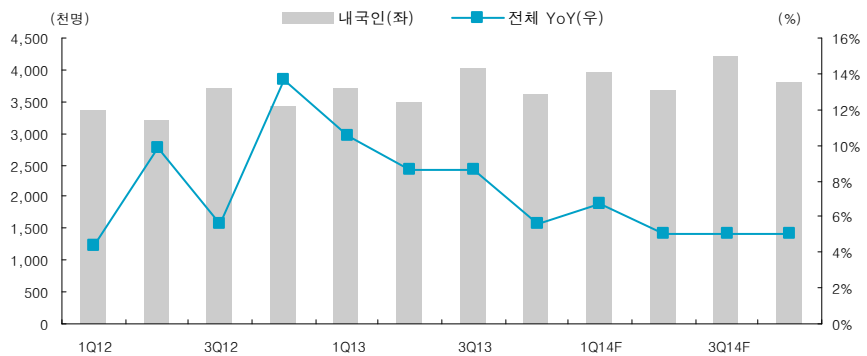
자료: 한국관광공사, 한국투자증권

[그림 3] 월별 방한 중국인수와 증가를 추이



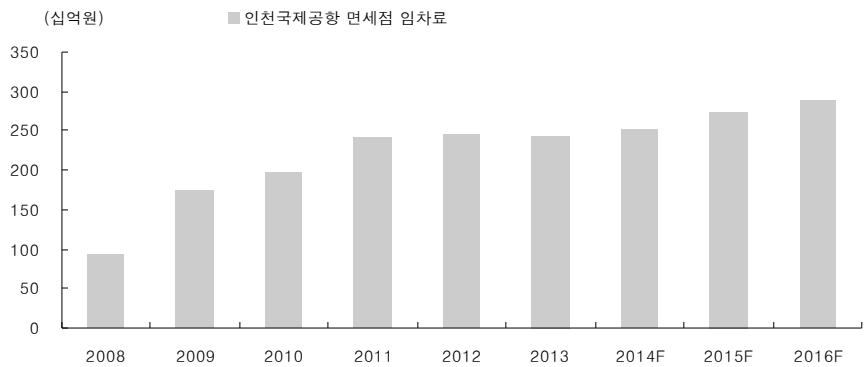
자료: 한국관광공사

[그림 4] 분기별 내국인 출국객수 추이와 전망



자료: 한국관광공사, 한국투자증권

[그림 5] 인천국제공항 면세점 임차료 추이와 전망



자료: 호텔신라, 한국투자증권

<표 3> 연간 연결기준 실적 추이와 전망

(단위: 십억원, %, %p)

	2012	2013	YoY	2014F	YoY	2015F	YoY
매출액	2,219.6	2,297.0	3.5%	2,823.7	22.9%	3,584.0	26.9%
면세유통	1,901.8	2,086.5	9.7%	2,507.4	20.2%	3,242.0	29.3%
호텔	255.3	165.1	(35.4%)	269.3	63.1%	294.6	9.4%
생활레저	64.2	50.9	(20.7%)	53.1	4.3%	54.8	3.3%
영업이익	129.3	86.6	(33.0%)	146.1	68.7%	198.8	36.1%
영업이익률	5.8%	3.8%	(2.1%p)	5.2%	1.4%p	5.5%	0.4%p
면세유통	103.6	96.3	(7.0%)	137.0	42.2%	183.2	33.7%
영업이익률	5.4%	4.6%	(0.8%p)	5.5%	0.8%p	5.7%	0.2%p
호텔	16.6	(21.4)	(적전)	(2.3)	(89.3%)	2.6	흑전
생활레저	9.1	11.7	28.1%	11.8	0.7%	13.4	13.8%
세전이익	133.5	16.0	(88.0%)	127.8	697.8%	179.3	40.2%
순이익	101.0	10.8	(89.3%)	96.9	796.3%	135.9	40.2%

자료: 호텔신라, 한국투자증권

<표 4> 2014~2015년 실적 추정 변경

(단위: 십억원, %, %p)

	2014F			2015F		
	기존	변경	%	기존	변경	%
매출액	2,775.5	2,823.7	1.7%	3,530.7	3,584.0	1.5%
면세유통	2,439.7	2,507.4	2.8%	3,171.9	3,242.0	2.2%
호텔	288.7	269.3	(6.7%)	311.5	294.6	(5.4%)
생활레저	53.1	53.1	(0.0%)	54.8	54.8	(0.1%)
영업이익	203.5	146.1	(28.2%)	251.5	198.8	(20.9%)
영업이익률	7.3%	5.2%	(2.2%p)	7.1%	5.5%	(1.6%p)
세전이익	188.8	127.8	(32.3%)	234.1	179.3	(23.4%)
순이익	143.1	96.9	(32.3%)	177.5	135.9	(23.4%)

자료: 한국투자증권

### 기업개요 및 용어해설

호텔신라는 면세와 호텔 사업, 생활레저 사업을 영위하고 있다. 2013년 기준, 면세 사업은 전체 매출의 91%, 호텔 사업은 7%, 생활레저 사업은 2%를 차지하고 있다. 호텔신라는 면세사업을 1986년부터 시작했으며, 현재 서울과 제주에서 시내 면세점을 인천국제공항 등 4개 공항에서 면세점을 운영하고 있다. 2013년 1월 싱가포르 창이공항 터미널 1~3의 향수/화장품 20여개 매장 운영권을 확보했다. 호텔신라는 서울호텔, 제주호텔은 자가소유로 운영하고 있으며, 2개의 호텔을 위탁운영하고 있다. 생활레저 사업은 여행, 휘트니스센터, 외식 사업 등을 포함한다.

- 면세점: 외화 획득이나 외국인 여행자의 편의를 도모하기 위하여 공항 혹은 시내에 설치한 비과세 상점

**재무상태표**

(단위: 십억원)

	2012A	2013A	2014F	2015F	2016F
유동자산	747	709	838	1,052	1,136
현금성자산	274	226	254	305	330
매출채권및기타채권	95	106	130	165	179
재고자산	355	337	414	525	569
비유동자산	801	1,003	1,055	1,216	1,280
투자자산	292	336	349	484	524
유형자산	482	643	680	707	729
무형자산	26	23	25	25	27
자산총계	1,548	1,712	1,893	2,269	2,417
유동부채	348	433	488	683	643
매입채무및기타채무	195	235	282	358	388
단기차입금및단기사채	0	0	0	0	0
유동성장기부채	80	140	140	260	180
비유동부채	510	601	636	686	706
사채	0	0	0	0	0
장기차입금및금융부채	389	449	449	449	449
부채총계	858	1,034	1,123	1,369	1,349
지배주주지분	689	679	770	899	1,068
자본금	200	200	200	200	200
자본잉여금	197	197	197	197	197
자본조정	(4)	(4)	(4)	(4)	(4)
이익잉여금	291	288	379	509	677
비지배주주지분	0	0	0	0	0
자본총계	689	679	770	899	1,068

**현금흐름표**

(단위: 십억원)

	2012A	2013A	2014F	2015F	2016F
영업활동현금흐름	145	153	155	168	246
당기순이익	101	11	97	136	174
유형자산감가상각비	38	42	62	63	64
무형자산상각비	6	9	7	7	7
자산부채변동	(26)	55	(13)	(41)	(0)
기타	26	36	2	3	1
투자활동현금흐름	(16)	(285)	(121)	(231)	(135)
유형자산투자	(44)	(218)	(99)	(90)	(86)
유형자산매각	1	2	0	0	0
투자자산순증	32	(63)	(13)	(135)	(40)
무형자산순증	(6)	(6)	(9)	(6)	(9)
기타	1	0	0	0	0
재무활동현금흐름	16	85	(6)	114	(86)
자본의증가	1	0	0	0	0
차입금의순증	48	119	0	120	(80)
배당금지급	(12)	(12)	(6)	(6)	(6)
기타	(21)	(22)	0	0	0
기타현금흐름	(0)	(0)	0	0	0
현금의증가	144	(48)	28	51	25

주: K-IFRS (연결) 기준

**손익계산서**

(단위: 십억원)

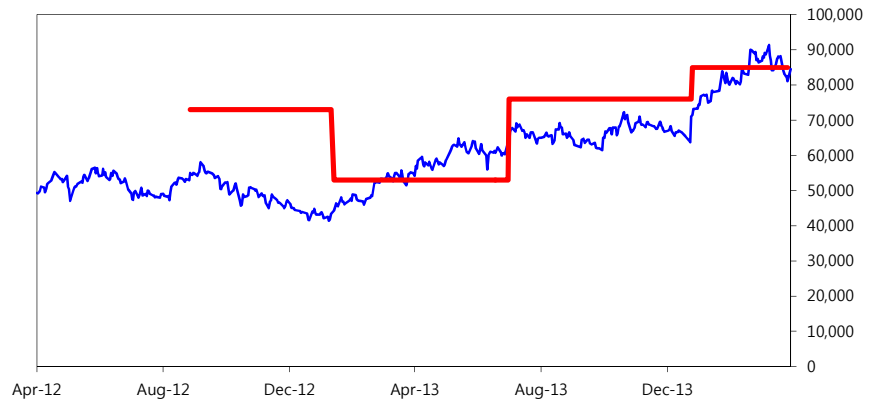
	2012A	2013A	2014F	2015F	2016F
매출액	2,220	2,297	2,824	3,584	3,882
매출원가	1,247	1,327	1,607	1,969	2,131
매출총이익	973	970	1,217	1,615	1,750
판매관리비	844	883	1,071	1,416	1,501
영업이익	129	87	146	199	249
금융수익	16	20	16	17	17
이자수익	16	20	16	17	17
금융비용	25	27	28	29	29
이자비용	25	27	28	29	29
기타영업외손익	14	(63)	(6)	(7)	(8)
관계기업관련손익	0	0	0	0	0
세전계속사업이익	133	16	128	179	230
법인세비용	32	5	31	43	56
연결당기순이익	101	11	97	136	174
지배주주지분순이익	101	11	97	136	174
기타포괄이익	(2)	(10)	0	0	0
총포괄이익	99	1	97	136	174
지배주주지분포괄이익	99	1	97	136	174
EBITDA	174	138	215	268	320

**주요 투자지표**

	2012A	2013A	2014F	2015F	2016F
주당지표(원)					
EPS	2,566	274	2,461	3,452	4,431
BPS	17,328	17,062	19,336	22,585	26,796
DPS	300	150	150	150	150
성장성(% , YoY)					
매출증가율	23.4	3.5	22.9	26.9	8.3
영업이익증가율	32.5	(33.0)	68.8	36.1	25.3
순이익증가율	80.0	(89.3)	796.3	40.2	28.4
EPS증가율	79.9	(89.3)	798.3	40.3	28.4
EBITDA증가율	30.3	(20.9)	56.0	24.9	19.1
수익성(%)					
영업이익률	5.8	3.8	5.2	5.5	6.4
순이익률	4.5	0.5	3.4	3.8	4.5
EBITDA Margin	7.8	6.0	7.6	7.5	8.2
ROA	6.9	0.7	5.4	6.5	7.4
ROE	15.6	1.6	13.4	16.3	17.7
배당수익률	0.7	0.2	0.2	0.2	0.2
안정성					
순차입금(십억원)	195	362	334	403	298
차입금/자본총계비율(%)	68.1	86.7	76.5	78.8	58.9
Valuation(X)					
PER	17.1	242.7	34.3	24.5	19.1
PBR	2.5	3.9	4.4	3.7	3.2
PSR	0.8	1.2	1.2	0.9	0.9
EV/EBITDA	11.1	21.6	17.1	14.0	11.4

투자의견 및 목표주가 변경내역

종목(코드번호)	제시일자	투자의견	목표주가
호텔신라(008770)	2012.09.11	매수	73,000 원
	2013.01.28	매수	53,000 원
	2013.07.16	매수	76,000 원
	2014.01.09	매수	85,000 원
	2014.04.14	중립	-



■ Compliance notice

- 당사는 2014년 4월 14일 현재 호텔신라 종목의 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료의 내용 일부를 기관투자자 또는 제3자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 상기 발행주식을 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 호텔신라 발행주식을 기초자산으로 하는 ELW(주식워런트증권)를 발행 중이며, 당해 ELW에 대한 유동성공급자(LP)입니다.

■ 기업 투자의견은 향후 12개월간 현 주가 대비 주가등락 기준임

- 매 수 : 현 주가 대비 15% 이상의 주가 상승 예상
- 중 립 : 현 주가 대비 -15~15%의 주가 등락 예상
- 비중축소 : 현 주가 대비 15% 이상의 주가 하락 예상
- 중립 및 비중축소 의견은 목표가 미제시

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

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

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

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

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