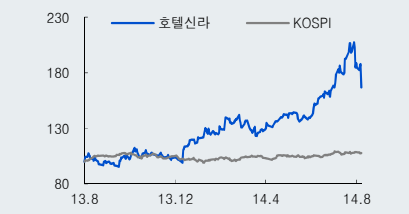


호텔/레저

Company Report
2014.9.5

(Maintain)	매수
목표주가(원,12M)	145,000
현재주가(14/09/04,원)	107,500
상승여력	35%

영업이익(14F,십억원)	151
Consensus 영업이익(14F,십억원)	146
EPS 성장률(14F,%)	841.7
MKT EPS 성장률(14F,%)	11.8
P/E(14F,x)	42.2
MKT P/E(14F,x)	12.1
KOSPI	2,056.26
시가총액(십억원)	4,219
발행주식수(백만주)	40
유동주식비율(%)	81.0
외국인 보유비중(%)	38.6
베타(12M) 일간수익률	0.38
52주 최저가(원)	61,500
52주 최고가(원)	133,500
주가상승률(%)	1개월 6개월 12개월
절대주가	-8.9 29.7 57.9
상대주가	-7.8 23.2 48.4



[호텔/레저, 패션, 생활소비재]

함승희
02-768-4172
regina.hahm@dwsec.com

호텔신라 (008770)

정치적 이슈로 인한 비이성적인 주가 흐름

면세업과 관련한 정치적 리스크 심화, 그리고 비이성적인 주가 흐름

호텔신라의 주가는 지난주부터 정치적 노이즈에 의해 변동성이 극심해지는 모습이다. 전주에는 중소기업뿐 아니라 대기업에게도 면세점 추가 출점 권한을 부여할 것이라는 관세청장의 발언으로 경쟁 심화 리스크가 제기되었던 바 있다. 그리고 전일 대기업이 운영하는 면세점에 영업이익의 15%를 관광진흥개발기금으로 납부케 하는 법안이 발의되며 정치 리스크가 배가되는 모습이다.

우선 대기업에 추가 출점 권한을 부여하는 방안은 기존 메이저 업체인 신라와 롯데 면세점에겐 예외 없이 적용될 것으로 보인다. **전체 시장의 원활하고 우호적인 성장을 도모하기 위해 글로벌 경쟁력을 지닌 업체의 추가 출점은 반드시 수반되어야 하기 때문이다.**

면세업의 가장 중요한 역량은 제품소싱과 판매, 재고관리를 총괄하는 MD (Merchandising) 능력이다. 한국은 전통적으로 생산과 판매가 분리되는 구조로 백화점 채널의 MD역량은 입점 브랜드 업체에 집중되어 있다. **면세업이 채널로서 확보하고 있는 MD역량은 한국 유통 업체로서 매우 드문 경우이며, 이러한 긍정적인 능력은 장기간 거래 이력과 규모의 경제와 함께 축적되기 때문에 쉽게 확보될 수 없다.** 따라서 과거 상당기간의 면세업 운영 이력이 없다면 자금여력이 풍부한 대기업이라도 기존 업체만큼 효율적으로 운영하기 어려운 업체이다.

면세업체로부터의 기금 징수 방안은 비합리적으로 현실화 가능성 낮아

한편 면세점의 이익에서 과도한 부분을 기금으로 징수케 하는 법안은 현실성이 낮아 보인다. 우선 면세사업은 특혜사업으로 단정짓기 어렵다. **부가세 등을 포함한 세금을 제한 가격에 제품을 매입할 수 있게 되지만 세금부담 이상의 혜택이 내재된 효율적인 가격으로 소비자에게 제품을 공급하고 있기 때문이다.**

한국 메이저 업체들의 제품 품질과 가격 경쟁력은 장기간 축적해온 규모의 경제에서 파생되는 부분으로 라이선스 보유 여부와는 별개이다. **결국 실질적인 세제 혜택을 입는 것은 판매자가 아닌 소비자이며 면세업체는 세전이익에 대해 세금을 납부하기 때문에 기금 명목의 추가 징수 방안은 이중 과세의 논란에서 벗어나기 힘든 부분이다.**

펀더멘털과 무관한 노이즈. 투자 의견 매수와 목표주가 145,000원 유지

현재 한국 관광시장이 중국인 입국객의 수혜를 누릴 수 있는 것은 메이저 면세업체들이 중국인들의 소비 수요를 효율적으로 흡수할 수 있는 채널과 시스템을 확보해놓았기 때문이다. 만약 한국 면세업체들이 글로벌 경쟁력을 갖추고 있지 못했다면 현재와 같은 고성장은 목도하기 힘들었을 것이다. **호텔신라의 시스템적 프리미엄은 장기간 정당화될 수 있으며 최근의 주가 흐름은 매수 기회를 제공한다고 판단한다. 투자 의견 매수와 목표주가 145,000원을 유지한다.**

결산기 (12월)	12/11	12/12	12/13	12/14F	12/15F	12/16F
매출액 (십억원)	1,798	2,220	2,297	2,948	3,895	4,775
영업이익 (십억원)	98	129	87	151	260	430
영업이익률 (%)	5.5	5.8	3.8	5.1	6.7	9.0
순이익 (십억원)	56	101	11	102	180	313
EPS (원)	1,403	2,525	270	2,545	4,497	7,821
ROE (%)	9.5	15.6	1.6	14.0	21.0	28.7
P/E (배)	27.4	17.4	246.1	42.2	23.9	13.7
P/B (배)	2.5	2.5	3.9	5.6	4.6	3.5

주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익
자료: 호텔신라, KDB대우증권 리서치센터

면세업의 3가지 주요 이슈에 대한 견해

2. 면세업은 대기업이 진출할 경우 성공 가능성이 높다?

전주에는 중소기업뿐 아니라 대기업에게도 면세점 추가 출점 권한을 부여할 것이라는 관세청장의 발언으로 경쟁 심화 리스크가 제기되었던 바 있다.

우선 대기업에 추가 출점 권한을 부여하는 방안은 글로벌 경쟁력을 갖추고 있는 신라와 롯데 면세점에게도 예외 없이 적용될 것으로 보인다. **만약에 기존 메이저 업체를 배제하고 추가 출점을 허용하게 된다면 파이의 수는 나눌 수 있을지언정 파이 자체의 성장은 저해하게 되기 때문이다.**

면세업의 가장 중요한 역량은 제품소싱과 판매, 재고관리를 총괄하는 MD (Merchandising) 능력이다. 하지만 한국은 전통적으로 생산과 판매가 분리되는 구조로 백화점 채널의 MD역량은 입점 브랜드 업체에 집중되어 있다.

면세업이 유통채널로서 확보하고 있는 MD역량은 한국 유통업체로서 매우 드문 경우이다. 그리고 이러한 긍정적인 능력은 장기간 거래 이력과 규모의 경제와 함께 점진적으로 축적, 강화되기 때문에 쉽게 확보될 수 없다. 따라서 **과거 장기간의 면세업 운영 이력이 없다면 자금 여력이 풍부한 대기업이라도 기존 업체만큼 효율적으로 운영하기 어려운 업체이다.**

현재 면세업 내 공격적인 진출을 준비하고 있는 기타 대기업들이 신라와 롯데 수준의 경쟁력을 확보하기 위해서는 향후 수년간의 도전과 노력이 필요하며, 결과의 방향성에 대해서는 아직 예측하기 힘든 시점이다.

전체 시장의 우호적인 성장성을 유지할 수 있는 가장 효율적인 방안은 기획의 영역을 확대시키되 메이저 업체들에게도 동등한 권한을 주어 입국객 수요 증가를 충분히 흡수할 수 있는 규모로 시장을 원활히 키워나가는 것이다.

3. 내국인 면세한도 상향은 면세업체 실적에 긍정적이다?

전일 대기업이 운영하는 면세점에 영입이익의 15%를 관광진흥개발기금으로 납부케 하는 법안이 발의되는 과정에서 내국인 면세한도 상향으로 면세업체들의 이익 증가 가능성이 높아졌다는 논의도 포함되었던 바 있다.

내국인의 구매한도 상향은 단순한 시각에서는 긍정적이다. 하지만 한 단계 깊게 고찰해볼 경우 실질 영향은 매우 제한적일 것으로 추정된다.

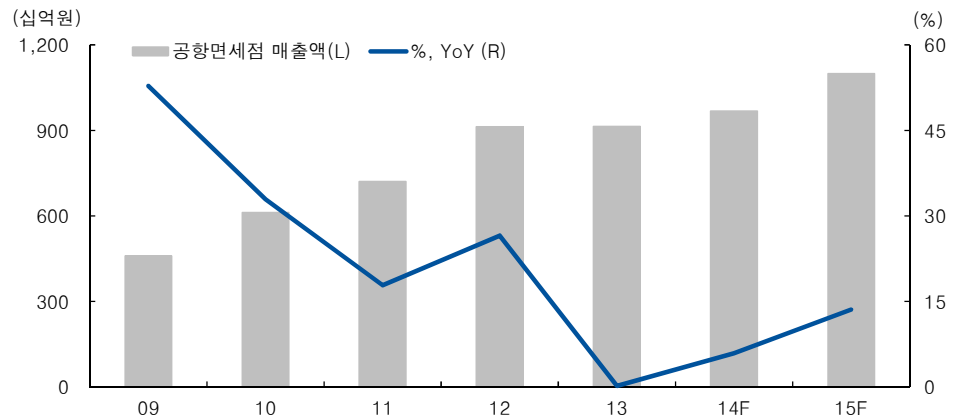
우선 13년 내국인 출국객은 +8.1% YoY 증가하며 예상보다 우호적인 성장을 지속했다. 그럼에도 불구하고 **면세 채널에서의 내국인 매출 실적은 달러 기준으로 +1.8% YoY의 성장에 그치고 원화 기준으로는 -1.1% YoY 소폭 역성장 했던 것으로 분석된다.**

10년부터 12년까지 한국 항공기 시장 내 LCC주도의 공급 증가로 촉발된 제 2의 아웃바운드 구조적 성장기가 지난 뒤인 **13년부터는 면세 채널도 내국인 소비 저하의 영향을 피할 수 없었다는 것이다.**

현재 약 \$300 수준에 머물러 있는 한국인의 ASP가 의미 있게 상승하기 위해서는 “구매 가능한 제품”의 종류가 확대되어야 한다. \$600의 면세 한도로는 기존 한국인이 면세점에서 구매하는 주요 품목인 화장품과 선글라스에서 크게 벗어나기 어렵다. **면세 채널에서의 내국인 소비 증가를 실질적으로 견인하기 위해서는 럭셔리 제품 품목으로 확대될 수 있을 만큼 한도가 높아져야 한다.**

당사는 면세한도의 \$200 상향 조치가 내국인 소비 증가를 견인하기 어려울 것으로 판단하며, 호텔신라 면세사업 실적으로의 영향도 제한적일 전망이다.

그림 1. 내국인 소비 저하와 일본인 급감의 영향으로 13년 공항면세점은 사상 초유의 저성장을 기록



자료: 호텔신라, KDB대우증권 리서치센터

그림 2. 12년까지는 내국인 주도의 면세산업 성장기 - 2H13부터 중국인 수혜 본격화

This line chart compares the Chinese share of airport duty-free sales (blue line) and domestic travel growth (black line) from 1Q10 to 3Q14F. A red line indicates the projected growth for airport duty-free sales starting from 2H13. A text box highlights that after 2H13, the growth of airport duty-free sales is closely related to the increase in Chinese tourists and domestic travel.

연도	중국인 비중, 한중일 합산 여행객 대비 (%)	호텔신라 시내면세점 달러매출 성장률 (%)
1Q10	10	18
3Q10	12	45
1Q11	10	20
3Q11	15	62
1Q12	12	30
3Q12	18	25
1Q13	15	15
3Q13	28	38
1Q14	18	22
3Q14F	35	22

자료: KTO, 호텔신라, KDB대우증권 리서치센터

그림 3. 호텔신라 시내면세점 국적별 매출 비중: 한국인의 기여도는 점진적으로 하락할 전망

This stacked bar chart shows the percentage contribution of different nationalities to airport duty-free sales from 2012 to 2016F. The categories are Korea (dark blue), Japan (light blue), China (teal), and Others (grey). The contribution of Korea is expected to decrease over time.

연도	한국 (%)	일본 (%)	중국 (%)	기타 (%)
12	25	15	45	15
13	25	10	55	10
14F	22	5	63	10
15F	18	5	70	7
16F	15	5	75	5

자료: 호텔신라, KDB대우증권 리서치센터

4 KDB Daewoo Securities Research

호텔신라

정치적 이슈로 인한 비이성적인 주가 흐름

호텔신라 (008770)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	12/13	12/14F	12/15F	12/16F
매출액	2,297	2,948	3,895	4,775
매출원가	1,327	1,674	2,151	2,617
매출총이익	970	1,274	1,744	2,158
판매비와관리비	883	1,123	1,485	1,729
조정영업이익	87	151	260	430
영업이익	87	151	260	430
비영업손익	-71	-14	-18	-10
금융손익	-7	-14	-16	-11
관계기업등 투자손익	0	0	0	0
세전계속사업손익	16	137	242	420
계속사업법인세비용	5	35	62	108
계속사업이익	11	102	180	313
중단사업이익	0	0	0	0
당기순이익	11	102	180	313
지배주주	11	102	180	313
비지배주주	0	0	0	0
총포괄이익	1	104	180	313
지배주주	1	104	180	313
비지배주주	0	0	0	0
EBITDA	138	209	318	487
FCF	-66	49	169	316
EBITDA 마진율 (%)	6.0	7.1	8.2	10.2
영업이익률 (%)	3.8	5.1	6.7	9.0
지배주주귀속 순이익률 (%)	0.5	3.5	4.6	6.6

예상 현금흐름표 (요약)

(십억원)	12/13	12/14F	12/15F	12/16F
영업활동으로 인한 현금흐름	153	148	259	386
당기순이익	11	102	180	313
비현금수익비용가감	104	110	136	176
유형자산감가상각비	42	49	52	53
무형자산상각비	9	9	7	5
기타	53	52	77	118
영업활동으로인한자산및부채의변동	55	-42	-13	-20
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	0	-27	-15	-22
재고자산 감소(증가)	16	-122	-82	-121
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	28	43	32	48
법인세납부	-25	-33	-62	-108
투자활동으로 인한 현금흐름	-285	-205	-168	-185
유형자산처분(취득)	-217	-99	-90	-70
무형자산감소(증가)	-6	0	0	0
장단기금융자산의 감소(증가)	-41	-103	-78	-115
기타투자활동	-21	-3	0	0
재무활동으로 인한 현금흐름	85	167	-36	-97
장단기금융부채의 증가(감소)	119	200	10	-50
자본의 증가(감소)	0	0	0	0
배당금의 지급	-12	-6	-12	-12
기타재무활동	-22	-27	-34	-35
현금의 증가	-48	109	55	102
기초현금	274	226	335	390
기말현금	226	335	390	492

자료: 호텔신라, KDB대우증권 리서치센터

예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	12/13	12/14F	12/15F	12/16F
유동자산	709	994	1,166	1,443
현금 및 현금성자산	226	335	390	492
매출채권 및 기타채권	104	144	169	207
재고자산	337	459	541	662
기타유동자산	42	56	66	82
비유동자산	1,003	1,149	1,259	1,388
관계기업투자등	5	6	8	9
유형자산	643	686	724	741
무형자산	23	21	15	10
자산총계	1,712	2,143	2,425	2,831
유동부채	433	524	552	654
매입채무 및 기타채무	187	245	289	354
단기금융부채	140	140	100	100
기타유동부채	106	139	163	200
비유동부채	601	848	934	937
장기금융부채	449	649	699	649
기타비유동부채	152	199	235	288
부채총계	1,034	1,372	1,487	1,591
지배주주지분	679	771	939	1,240
자본금	200	200	200	200
자본잉여금	197	197	197	197
이익잉여금	288	378	546	847
비지배주주지분	0	0	0	0
자본총계	679	771	939	1,240

예상 주당가치 및 valuation (요약)

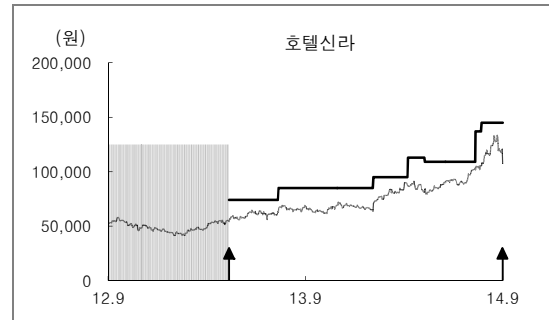
	12/13	12/14F	12/15F	12/16F
P/E (x)	246.1	42.2	23.9	13.7
P/CF (x)	23.1	20.3	13.6	8.8
P/B (x)	3.9	5.6	4.6	3.5
EV/EBITDA (x)	21.7	22.6	14.7	9.3
EPS (원)	270	2,545	4,497	7,821
CFPS (원)	2,874	5,300	7,905	12,231
BPS (원)	17,062	19,363	23,565	31,089
DPS (원)	150	300	300	300
배당성향 (%)	53.6	11.4	6.4	3.7
배당수익률 (%)	0.2	0.3	0.3	0.3
매출액증가율 (%)	3.5	28.3	32.1	22.6
EBITDA증가율 (%)	-20.7	51.4	52.2	53.1
조정영업이익증가율 (%)	-32.6	73.6	72.2	65.4
EPS증가율 (%)	-89.3	842.6	76.7	73.9
매출채권 회전을 (회)	40.5	42.0	42.7	43.5
재고자산 회전을 (회)	6.6	7.4	7.8	7.9
매입채무 회전을 (회)	10.8	10.6	11.0	11.1
ROA (%)	0.7	5.3	7.9	11.9
ROE (%)	1.6	14.0	21.0	28.7
ROIC (%)	7.4	12.1	18.7	28.6
부채비율 (%)	152.3	178.1	158.4	128.3
유동비율 (%)	163.9	189.8	211.1	220.6
순차입금/자기자본 (%)	53.4	58.8	43.5	20.7
조정영업이익/금융비용 (x)	3.2	5.4	7.6	12.1

호텔신라

정치적 이슈로 인한 비이성적인 주가 흐름

투자의견 및 목표주가 변동추이

종목명(코드번호)	제시일자	투자의견	목표주가(원)
호텔신라(008770)	2014.07.27	매수	145,000원
	2014.07.16	매수	137,000원
	2014.04.13	매수	109,000원
	2014.03.13	매수	113,000원
	2014.01.08	매수	95,000원
	2013.07.16	매수	85,000원
	2013.04.16	매수	74,000원
분석 대상 제외			



투자의견 분류 및 적용기준

기업

매수 : 향후 12개월 기준 절대수익률 20% 이상의 초과수익 예상
 Trading Buy : 향후 12개월 기준 절대수익률 10% 이상의 초과수익 예상
 중립 : 향후 12개월 기준 절대수익률 -10~10% 이내의 등락이 예상
 비중축소 : 향후 12개월 절대수익률 -10% 이상의 추가하락이 예상

산업

비중확대 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 대비 높거나 상승
 중립 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 수준
 비중축소 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 대비 낮거나 악화

매수(▲), Trading Buy(■), 중립(●), 비중축소(◆), 주가(—), 목표주가(→), Not covered(■)

Compliance Notice

- 당사는 자료 작성일 현재 조사분석 대상법인과 관련하여 특별한 이해관계가 없음을 확인합니다.
- 당사는 본 자료를 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 조사분석 대상법인의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 본 자료는 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었음을 확인합니다.

본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 종목 선택이나 투자시기에 대한 최종 결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 조사분석자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 허락 없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.