

# 호텔신라 (008770)

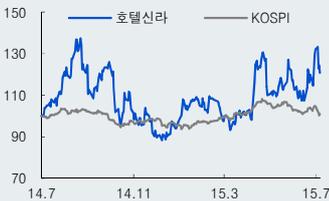
## 견고해지는 이익 방어 능력

### 호텔/레저

Earnings Preview  
2015.7.10

(Maintain)	<b>매수</b>
목표주가(원,12M)	<b>188,000</b>
현재주가(15/07/09,원)	<b>117,500</b>
상승여력	<b>60%</b>

영업이익(15F,십억원)	203		
Consensus 영업이익(15F,십억원)	211		
EPS 성장률(15F,%)	77.4		
MKT EPS 성장률(15F,%)	35.1		
P/E(15F,x)	36.1		
MKT P/E(15F,x)	10.7		
KOSPI	2,027.81		
시가총액(십억원)	4,612		
발행주식수(백만주)	40		
유동주식비율(%)	80.8		
외국인 보유비중(%)	37.7		
베타(12M) 일간수익률	2.11		
52주 최저가(원)	85,800		
52주 최고가(원)	133,500		
<b>주가상승률(%)</b>	<b>1개월</b>	<b>6개월</b>	<b>12개월</b>
절대주가	8.8	13.0	16.3
상대주가	10.7	7.2	14.8



[화장품, 호텔/레저, 패션]

함승희  
02-768-4172  
regina.hahm@dwsec.com

### 2Q15F Preview: 별도 영업이익 416억원(+24%) 예상

호텔신라의 2Q15F 별도기준 실적은 매출액 7,433억원(+6.4% YoY), 영업이익 416억원(+24.2% YoY), 영업이익률 5.6%로 추정된다. 1Q14부터 5분기간 지속되던 매출 고성장이 단기적으로 주춤할 수 밖에 없는 이유는 6월 메르스의 직접적인 영향 때문이다. 당 분기 서울 호텔 사업이 기대보다 호조를 보여 호텔과 기타 사업을 포괄하는 부문의 수익성이 BEP에 근접하게 개선될 수 있는 환경이었으나, 6월 18일부터 과감하게 단행된 제주 호텔 영업 중단으로 약 35억원의 손실이 발생할 것으로 예상된다.

국내 면세 사업은 6월 실적 약세로 인해 당 분기 +5.9%의 매출 성장이 예상된다. 예기치 못한 외재적 악재에도 불구하고 2014년부터 가시적으로 진행되어온 원가구조 개선 효과로 국내 면세 부문 영업이익률은 6.8%의 안정적인 수익성을 기록할 전망이다. 시장의 우려 대비 우호적인 수익성은 호텔신라가 중장기적으로 추진하고 있는 원가 구조 합리화에 대한 노력이 원활하게 진행되고 있음을 반증한다.

### 싱가폴 창이공항은 분기별 매출 규모 확대와 적자폭 축소를 지속할 전망

싱가폴 창이공항 사업은 분기별 성장을 지속할 것으로 기대된다(4Q14 매출액 780억원 → 1Q15 980억원 → 2Q15F 1,045억원). 아직 변동비 항목으로 임대료를 산출할 수 있는 수준까지 영업 환경이 회복되지 못해 당 분기에도 적자 발생이 불가피하지만, 적자폭은 전분기 대비 약 32% 축소될 것으로 예상된다(4Q14 영업손실 338억원 → 1Q15 150억원 → 2Q15F 102억원).

호텔신라는 지난 3월 Nuance에서 11년간 대표이사를 역임했던 Roberto Graziani를 상임 고문으로 영입했으며, 현재 창이 공항의 영업을 총괄하고 있다. 국내 면세업체 최초로 글로벌 전문가를 주요 보직에 영입하는 과감한 결단을 내리고 직후 미국 DFASS와의 전략적 파트너십 체결로 중장기 원가율 추가 개선요인을 마련한 행보는 호텔신라가 여타 로컬 면세업자와 극명히 차별화되는 모습으로 변화하고 있음을 증명한다. 글로벌 시장에서의 지속적인 재평가와 함께 원가 경쟁력 강화, 근원의 수익성 개선을 장기적으로 기대할 수 있어 단순한 국내 인바운드 모멘텀에 집중되어 있는 시장의 시각은 아쉬움을 남긴다.

### 당사 투어리즘/화장품/패션 커버리지 내 Top pick 유지

호텔신라에 대한 “매수” 투자 의견과 목표주가 188,000원을 유지하고, 당사 투어리즘/화장품/패션 섹터 커버리지 Top pick으로 지속해서 추천한다. 한국 시장에서 다소 이질적인 면세산업의 시스템적 특성과 외재 변수로 인한 변동성이 큰 외부 환경에도 불구하고 꾸준하게 다져온 면세사업자로서의 역량은 재평가 받아야 할 필요가 있다고 판단한다.

결산기 (12월)	12/12	12/13	12/14	12/15F	12/16F	12/17F
매출액 (십억원)	2,220	2,297	2,909	3,587	4,274	4,967
영업이익 (십억원)	129	87	139	203	343	440
영업이익률 (%)	5.8	3.8	4.8	5.7	8.0	8.9
순이익 (십억원)	101	11	73	130	241	325
EPS (원)	2,525	270	1,837	3,258	6,022	8,128
ROE (%)	15.6	1.6	10.4	16.6	25.4	26.7
P/E (배)	17.4	246.1	49.8	36.1	19.5	14.5
P/B (배)	2.5	3.9	5.0	5.6	4.4	3.4

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

## 2Q15F Preview

표 1. 2Q15F 연결 실적 전망

(십억원, %)

	2Q14	1Q15	2Q15		성장률	
			KDB대우	컨센서스	YoY	QoQ
매출액	709	829	848	945	19.6	2.3
영업이익	33	34	31	50	-4.3	-6.5
영업이익률 (%)	4.6	4.1	3.7	5.3		
세전이익	29	23	28	45	-3.3	20.0
순이익	21	16	21	36	-0.5	35.0

자료: 호텔신라, KDB대우증권 리서치센터

표 2. 별도기준 상세 실적 전망

(십억원, %, 원)

	1Q14	2Q14	3Q14	4Q14	1Q15	2Q15F	3Q15F	4Q15F
전체 별도기준 매출액	585	698	780	733	725	743	905	776
(%, YoY)	23.5	30.7	14.7	24.7	24.0	6.4	16.1	5.9
1. 면세사업 실적 전망								
전체 면세매출액	515	627	700	659	655	664	808	690
시내	287	384	447	395	394	415	530	462
공항	228	243	253	264	261	249	278	228
%, YoY								
전체 면세매출액	17.3	25.8	14.5	27.1	27.2	5.9	15.4	4.7
시내	32.7	42.0	17.3	38.8	37.4	8.1	18.5	17.2
공항	2.3	6.6	9.9	13.0	14.3	2.4	10.0	-13.8
2. 호텔사업 실적 전망								
전체 호텔매출	53	59	66	63	52	66	82	74
서울호텔	31	36	35	41	29	39	41	47
제주호텔	15	19	24	17	14	18	26	18
기타	7	4	8	5	9	10	14	10
호텔 이용율								
서울호텔	50	67	63	66	50	70	70	74
제주호텔	82	91	89	85	81	76	89	85
3. 기타매출								
매출총이익	255	297	338	336	324	332	408	364
(%, 매출액대비)	43.7	42.6	43.4	45.9	44.7	44.7	45.1	46.9
판관비	233	264	279	276	274	291	338	298
(%, 매출액대비)	39.9	37.8	35.7	37.7	37.8	39.1	37.3	38.4
영업이익	22	34	59	60	50	42	71	66
(%, 매출액대비)	3.7	4.8	7.6	8.2	6.9	5.6	7.8	8.5
호텔+기타	-9	-1	3	-5	-8	-4	-1	-9
(%, 매출액대비)	-12.2	-1.8	4.0	-6.6	-11.8	-4.4	-1.2	-10.6
면세점	30	35	56	65	58	45	72	75
(%, 매출액대비)	5.9	5.6	8.0	9.8	8.9	6.8	8.9	10.9
원/달러 환율	1,069	1,030	1,026	1,087	1,100	1,085	1,078	1,090

자료: 호텔신라, KDB대우증권 리서치센터

표 3. 실적변경표

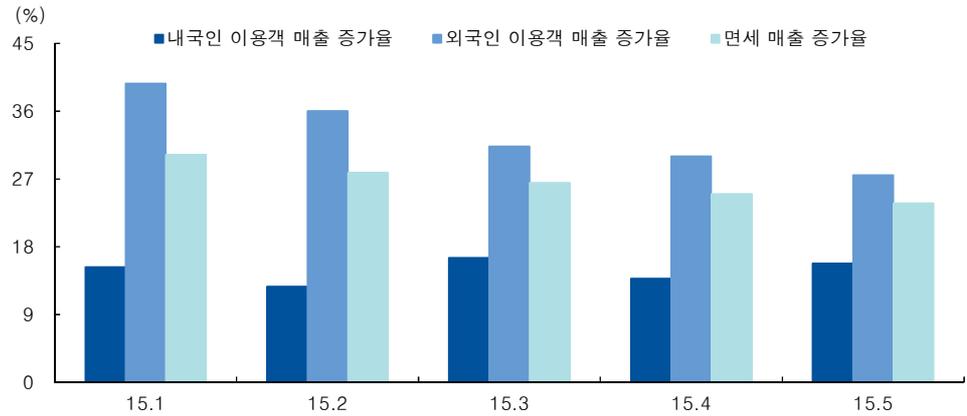
(십억원, %)

	변경전		변경후		변경률		변경 이유
	15F	16F	15F	16F	15F	16F	
매출액	3,754	4,387	3,587	4,274	-4.4	-2.6	- 15년 6~7월 메르스 영향 반영
영업이익	232	330	203	343	-12.8	3.8	- 16년 원가를 추가 개선 요인 반영
세전이익	206	309	176	322	-14.5	4.1	
순이익	152	229	130	241	-14.7	5.3	

주: K-IFRS 연결 기준

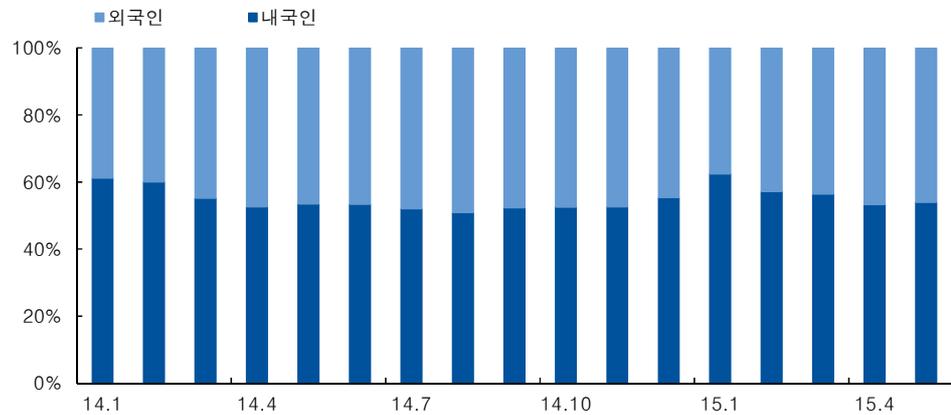
자료: 호텔신라, KDB대우증권 리서치센터

그림 1. 2015년 한국 면세시장 월별 성장률



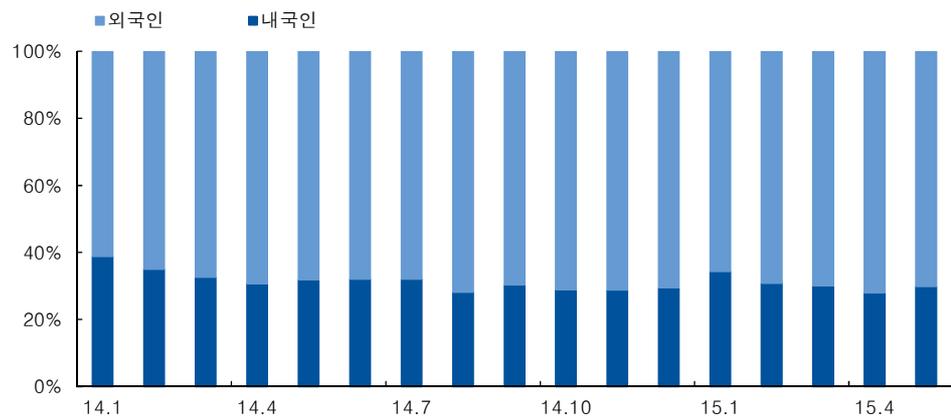
자료: KDFA, KDB대우증권 리서치센터

그림 2. 한국 면세시장 내 고객별 인원 비중 추이



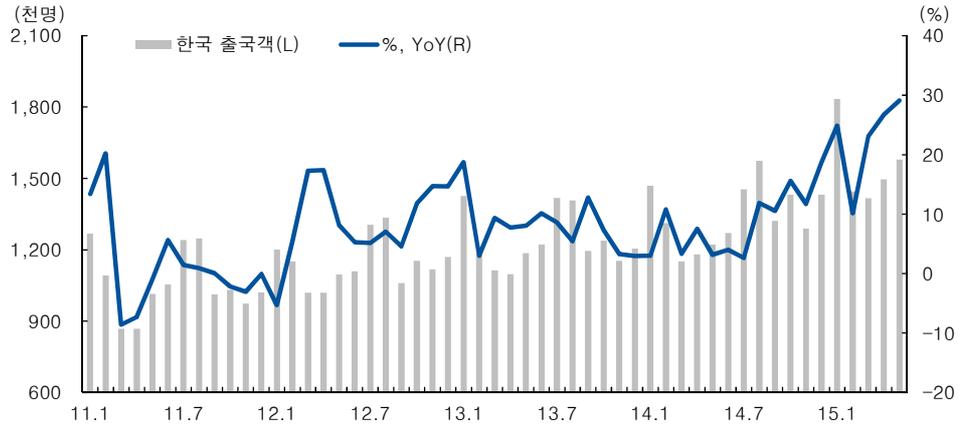
자료: KDFA, KDB대우증권 리서치센터

그림 3. 한국 면세시장 내 고객별 매출 비중 추이



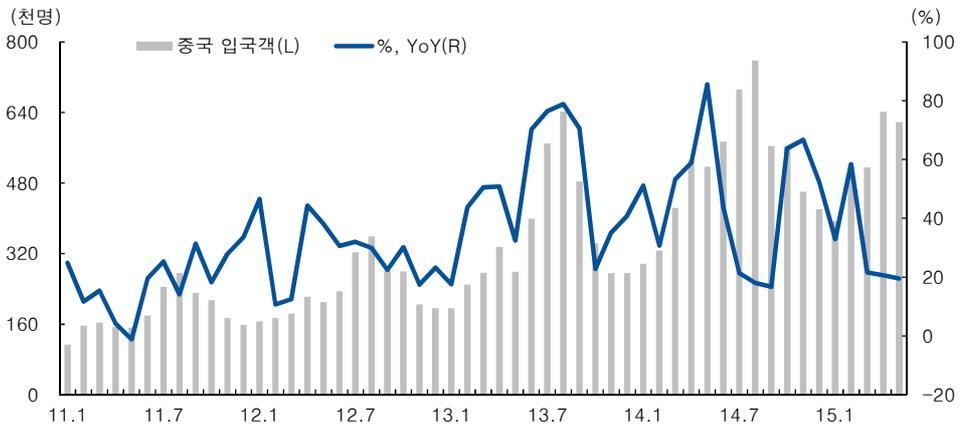
자료: KDFA, KDB대우증권 리서치센터

그림 4. 한국 출국객은 5월까지 고성장을 지속



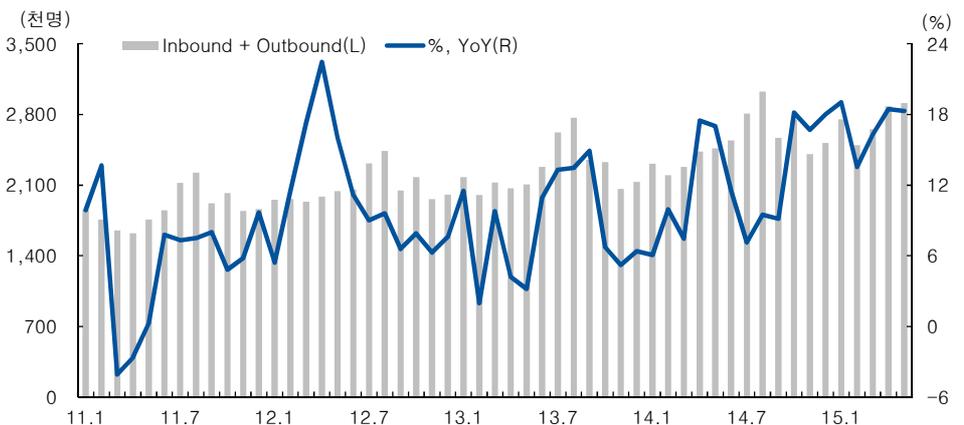
자료: KTO, KDB대우증권 리서치센터

그림 5. 중국 월별 입국객은 4, 5월 전년도 성수기 수준의 시장을 형성 (월평균 63만명을 기록)



자료: KTO, KDB대우증권 리서치센터

그림 6. 한국 출입국객 시장은 우호적인 성장을 지속



자료: KTO, KDB대우증권 리서치센터

호텔신라 (008770)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	12/14	12/15F	12/16F	12/17F
<b>매출액</b>	<b>2,909</b>	<b>3,587</b>	<b>4,274</b>	<b>4,967</b>
매출원가	1,613	1,890	2,223	2,528
매출총이익	1,296	1,697	2,051	2,439
<b>판매비와관리비</b>	<b>1,157</b>	<b>1,494</b>	<b>1,708</b>	<b>1,998</b>
조정영업이익	139	203	343	440
영업이익	139	203	343	440
<b>비영업손익</b>	<b>-25</b>	<b>-27</b>	<b>-22</b>	<b>-7</b>
금융손익	-10	-16	-12	-6
관계기업등 투자손익	0	-2	0	0
세전계속사업손익	114	176	321	433
계속사업법인세비용	40	46	80	108
계속사업이익	73	130	241	325
중단사업이익	0	0	0	0
<b>당기순이익</b>	<b>73</b>	<b>130</b>	<b>241</b>	<b>325</b>
지배주주	73	130	241	325
비지배주주	0	0	0	0
<b>총포괄이익</b>	<b>57</b>	<b>134</b>	<b>241</b>	<b>325</b>
지배주주	57	134	241	325
비지배주주	0	0	0	0
EBITDA	203	275	414	512
FCF	-8	109	194	184
EBITDA 마진율 (%)	7.0	7.7	9.7	10.3
영업이익률 (%)	4.8	5.7	8.0	8.9
지배주주귀속 순이익률 (%)	2.5	3.6	5.6	6.5

예상 현금흐름표 (요약)

(십억원)	12/14	12/15F	12/16F	12/17F
<b>영업활동으로 인한 현금흐름</b>	<b>122</b>	<b>200</b>	<b>274</b>	<b>274</b>
당기순이익	73	130	241	325
비현금수익비용가감	123	143	163	187
유형자산감가상각비	52	63	61	62
무형자산상각비	12	9	9	10
기타	59	71	93	115
영업활동으로인한자산및부채의변동	-62	-29	-63	-148
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	5	-15	-12	-13
재고자산 감소(증가)	-151	-56	-150	-186
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	55	28	39	42
법인세납부	-17	-50	-80	-108
<b>투자활동으로 인한 현금흐름</b>	<b>-141</b>	<b>-119</b>	<b>-155</b>	<b>-175</b>
유형자산처분(취득)	-128	-91	-80	-90
무형자산감소(증가)	-5	0	-9	-15
장단기금융자산의 감소(증가)	-7	-33	-66	-70
기타투자활동	-1	5	0	0
<b>재무활동으로 인한 현금흐름</b>	<b>-20</b>	<b>-87</b>	<b>9</b>	<b>-42</b>
장단기금융부채의 증가(감소)	10	-50	50	0
자본의 증가(감소)	0	0	0	0
배당금의 지급	-6	-14	-16	-16
기타재무활동	-24	-23	-25	-26
<b>현금의 증가</b>	<b>-39</b>	<b>-8</b>	<b>127</b>	<b>56</b>
기초현금	226	187	179	306
기말현금	187	179	306	362

자료: 호텔신라, KDB대우증권 리서치센터

예상 재무상태표 (요약)

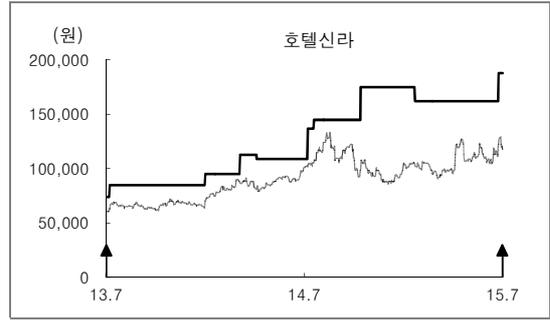
(십억원)	12/14	12/15F	12/16F	12/17F
<b>유동자산</b>	<b>823</b>	<b>894</b>	<b>1,197</b>	<b>1,523</b>
현금 및 현금성자산	187	179	306	362
매출채권 및 기타채권	106	129	152	176
재고자산	494	548	699	885
기타유동자산	36	38	40	100
<b>비유동자산</b>	<b>1,084</b>	<b>1,135</b>	<b>1,220</b>	<b>1,324</b>
관계기업투자등	6	7	8	9
유형자산	704	728	746	775
무형자산	33	25	25	29
<b>자산총계</b>	<b>1,907</b>	<b>2,029</b>	<b>2,417</b>	<b>2,848</b>
<b>유동부채</b>	<b>435</b>	<b>435</b>	<b>571</b>	<b>663</b>
매입채무 및 기타채무	237	268	315	365
단기금융부채	0	-50	0	0
기타유동부채	198	217	256	298
<b>비유동부채</b>	<b>742</b>	<b>756</b>	<b>784</b>	<b>814</b>
장기금융부채	599	599	599	599
기타비유동부채	143	157	185	215
<b>부채총계</b>	<b>1,177</b>	<b>1,192</b>	<b>1,355</b>	<b>1,477</b>
<b>지배주주지분</b>	<b>730</b>	<b>837</b>	<b>1,062</b>	<b>1,371</b>
자본금	200	200	200	200
자본잉여금	197	197	197	197
이익잉여금	344	446	671	981
<b>비지배주주지분</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>자본총계</b>	<b>730</b>	<b>837</b>	<b>1,062</b>	<b>1,371</b>

예상 주당가치 및 valuation (요약)

	12/14	12/15F	12/16F	12/17F
P/E (x)	49.8	36.1	19.5	14.5
P/CF (x)	18.6	17.2	11.6	9.2
P/B (x)	5.0	5.6	4.4	3.4
EV/EBITDA (x)	19.9	18.4	12.0	9.6
EPS (원)	1,837	3,258	6,022	8,128
CFPS (원)	4,913	6,828	10,103	12,791
BPS (원)	18,348	21,018	26,645	34,378
DPS (원)	350	400	450	450
배당성향 (%)	18.4	11.9	7.2	5.3
배당수익률 (%)	0.4	0.3	0.4	0.4
매출액증가율 (%)	26.6	23.3	19.2	16.2
EBITDA증가율 (%)	47.1	35.5	50.5	23.7
조정영업이익증가율 (%)	59.8	46.0	69.0	28.3
EPS증가율 (%)	580.4	77.4	84.8	35.0
매출채권 회전을 (회)	54.0	60.9	58.9	58.6
재고자산 회전을 (회)	7.0	6.9	6.9	6.3
매입채무 회전을 (회)	9.8	9.2	9.3	9.0
ROA (%)	4.1	6.6	10.8	12.4
ROE (%)	10.4	16.6	25.4	26.7
ROIC (%)	10.0	15.5	24.7	27.4
부채비율 (%)	161.3	142.4	127.6	107.7
유동비율 (%)	189.1	205.3	209.7	229.9
순차입금/자기자본 (%)	56.3	44.1	27.5	17.2
조정영업이익/금융비용 (x)	5.3	8.5	13.5	17.1

투자의견 및 목표주가 변동추이

종목명(코드번호)	제시일자	투자의견	목표주가(원)
호텔신라(008770)	2015.07.02	매수	188,000원
	2015.01.29	매수	162,000원
	2014.10.21	매수	175,000원
	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
	2013.06.25	매수	74,000원



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(◆), 추가(-), 목표주가(→), Not covered(■)

투자의견 비율

매수(매수)	Trading Buy(매수)	중립(중립)	비중축소(매도)
72.36%	13.57%	14.07%	0.00%

\* 2015년 6월 30일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

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.