

호텔신라 (008770)

실적 턴어라운드 변곡점



김윤진

yooinjinkim@daishin.com

투자의견

BUY

매수, 유지

목표주가

190,000

유지

현재주가

119,000

(15.09.16)

엔터테인먼트업종

보고서 발간 취지

- 4Q15부터 호실적 랠리 전망
- 분기 실적 부진으로 주가 박스권 머물러 있으나 실적 개선으로 주가 박스권 돌파 예상

(BASE) 4Q15부터 창아공항, 메르스 BASE로 분기 OP 성장 랠리 예상

- 4Q15는 구조적 성장하는 회사가 낮은 실적 BASE를 만나는 변곡점
- 4Q15~1Q16은 창아공항 적자, 2Q16~3Q16은 메르스로 실적 기저 조성
- 4Q15부터 1년간 분기 영업이익 전년대비 높은 성장 기록 전망

(메르스) 9월말부터 중국인 PKG도 완전히 회복 예상

- 8월 메르스 공식 종식으로 8월말부터 FTI(개별여행객)가 먼저 회복
- PKG(단체관광객)는 상품 구성과 판매에 따른 시간이 소요되어 9월말부터 회복 예상
- 10월부터 중국 관광객 성장 전환 전망

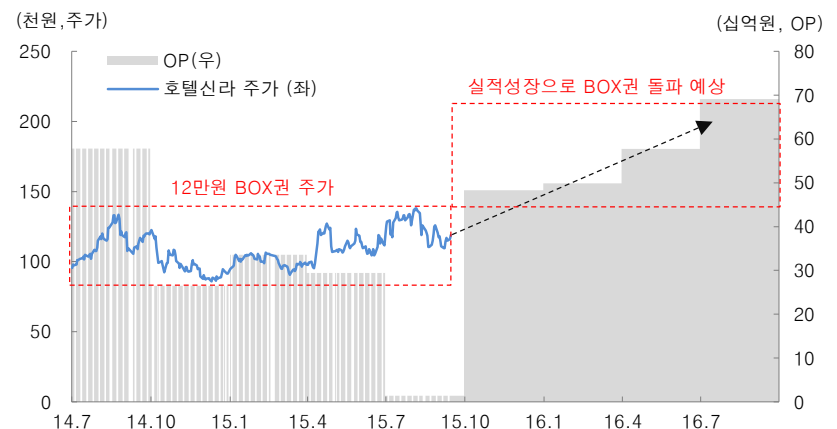
(모멘텀) 장충동, 인터넷면세점, HDC신라, 비자완화

- 장충동: 영업장 확장 하기를 위한 노력 지속될 것
- 인터넷면세점: 수익성 높은 채널 중국인 이용 급증 추세
- HDC신라: 연말 1차 오픈, 2016년 상반기 그랜드 오픈 계획
- 비자완화: 한중 비자 면제 시행되면 큰 그림이 매우 긍정적으로 변화

투자의견 매수, 목표주가 19만원 유지

- 투자의견 매수: 1)중국 인바운드에 대한 국가적 지원으로 큰 그림 긍정적 2)한중 비자면제 또는 비자완화 가능성, 3)4Q15부터 실적 턴어라운드
- 목표주가 19만원은 2016년 EPS 4,300원 기준 44배 수준
- 16년, 17년 이익 급증으로 멀티플 부담 낮아질 것

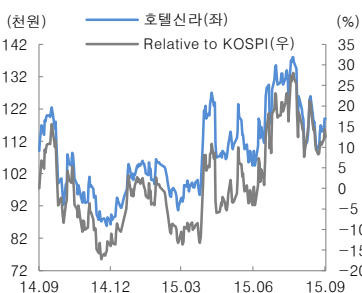
그림 1. 4Q15부터 실적 턴어라운드 예상 (주가 BOX 권 돌파 기대)



자료: 호텔신라, 대신증권 리서치센터

KOSPI	1975.45
시가총액	4,726십억원
시가총액비중	0.39%
지분금(보통주)	196십억원
52주 최고/최저	138,000원 / 85,800원
120일 평균거래대금	576억원
외국인지분율	39.40%
주요주주	삼성생명보험 외 5 인 17.46% 국민연금 12.70%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-5.6	11.7	25.9	9.2
상대수익률	-5.2	14.8	26.7	12.9



1. 큰 그림 점검

멀티플 부담은 16년, 17년 빠르게 완화될 것

실적 턴어라운드
변곡점

호텔신라는 2012년까지 매출과 영업이익이 동반 성장했다. 그러나 2013년은 호텔 리노베이션 공사로 감익을 기록했다. 2014년, 2015년은 창이공항 대규모 적자와 메르스 여파로 영업이익이 1,000억원 초반에 머물러 있다. 반면 매출액은 매년 꾸준히 성장했다. 2016년은 1)창이공항 적자축소, 2)메르스 여파 정상화, 3)호텔적자 축소 등으로 영업이익이 급증할 것으로 예상된다. 영업 정상화에 따른 영업이익의 성장이 예상되기 때문에 향후 성장에 대한 무리한 가정은 필요없다. 기저효과에 따른 증익이라 하여도 구조적 성장하는 회사가 실적 턴어라운드 변곡점에 있기 때문에 향후 주가 흐름은 매우 긍정적인 것으로 기대된다.

표 1. 호텔신라 실적 및 주요지표 (연간)

(단위: 십억원 %)

	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015F	2016F	2017F	2018F
REV	1,213	1,452	1,764	2,220	2,297	2,918	3,178	3,745	4,211	4,612
(chg %)	38.7	19.7	21.5	24.1	3.9	27.0	8.9	17.8	12.4	9.5
DFS	981	1,215	1,501	1,902	2,087	2,631	2,872	3,363	3,786	4,157
(chg %)	49.1	23.8	23.6	26.5	9.7	26.1	9.2	17.1	12.6	9.8
DFS OP	39.0	63.8	65.3	103.4	96.4	148.9	133.7	236.5	328.1	400.2
DFS OPM(%)	4.0	5.3	4.3	5.4	4.6	5.7	4.7	7.0	8.7	9.6
Hotel	177	202	231	255	165	247	233	303	340	366
(chg %)	11.4	14.1	14.2	10.7	-35.4	49.5	-5.5	30.0	12.0	7.7
Hotel OP	9.7	10.2	19.3	16.4	-21.4	-20.7	-34.5	-11.7	-3.5	-3.1
Hotel OPM(%)	5.5	5.0	8.4	6.4	-13.0	-8.4	-14.8	-3.9	-1.0	-0.9
Others	61	35	32	64	51	65	73	79	85	89
COGS(%)	64.4	62.4	64.9	65.7	64.0	62.9	62.7	62.5	62.1	61.9
OP	54.1	81.3	96.0	129.3	86.7	139.0	112.7	236.8	336.5	409.0
(chg %)	1.9	50.1	18.2	34.6	-32.9	60.3	-18.9	110.0	42.1	21.5
(OPM)	4.5	5.4	5.4	5.8	3.8	4.8	3.5	6.3	8.0	8.9
NI	31.5	49.4	56.0	101.0	10.8	73.5	56.7	164.9	256.1	317.4
(chg %)	26.2	56.9	13.4	80.3	-89.3	579.8	-22.8	190.5	55.3	24.0
KRW/USD	1,245	1,151	1,126	1,113	1,097	1,052	1,132	1,165	1,165	1,165
(yoy chg %)	9.4	-7.6	-2.2	-1.2	-1.5	-4.1	7.6	2.9	0.0	0.0
Total Inbound	7,818	8,798	9,795	11,140	12,128	14,195	13,417	15,263	17,033	18,815
(chg %)	13.4	12.5	11.3	13.7	8.9	17.0	-5.5	13.8	11.6	10.5
Chinese visitors	1,342	1,875	2,220	2,837	4,327	6,127	5,747	6,863	7,929	8,914
(chg %)	14.9	39.7	18.4	27.8	52.5	41.6	-6.2	19.4	15.5	12.4
EPS	797	1,252	1,421	2,609	276	1,895	1,470	4,269	6,632	8,221
(chg %)	26.3	57.2	13.5	83.6	-89.4	586.4	-22.5	190.5	55.3	24.0
PER	20.4	20.1	21.4	19.1	244.8	49.0	82.3	28.3	18.2	14.4
BPS	13,162	14,171	14,951	17,230	16,964	18,249	19,323	23,183	28,827	35,586
PBR	1.2	1.8	2.0	2.9	3.5	5.1	6.1	5.1	4.1	3.3
ROE	6.2	9.0	9.6	15.6	1.6	10.4	7.6	19.4	24.6	24.6
DPS	250	300	300	300	150	350	270	785	1,220	1,512

주: REV(매출액), DFS(면제점 매출액), Hotel(호텔 매출액), COGS(매출원가액)
자료: 호텔신라, 대신증권 리서치센터

II. 주요 이슈 점검

인천공항 적자 우려

인천공항 흑자 예상

인천공항 3기 사업은 2015년 9월부터 시작되었다. 9월부터 12월까지 가오픈 기간이고 2016년 1월 그랜드 오픈 계획이다. 2기 대비 면적은 줄어들었지만 주료, 담배 등 수익성 좋은 품목으로 구성되었고 인천공항에서 가오픈 기간동안 임차료를 조정해 주었기 때문에 9월에서 12월 사이 흑자가 예상된다. 일부에서 인천공항 대규모 적자를 우려하고 있으나 회사는 가오픈 기간에도 인천공항만의 실적도 흑자로 예상하고 있다.

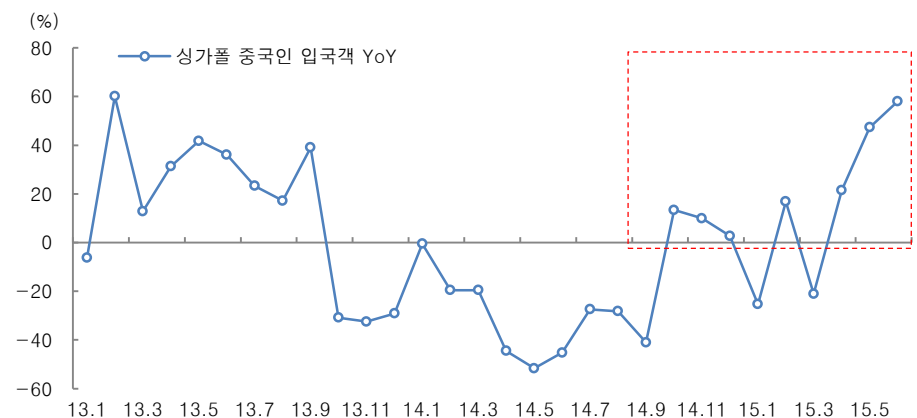
창이공항 적자 축소, 싱가포르 트래픽 성장 전환

창이공항:

적자 원인 해소 중

2014년 10월부터 영업을 시작했기 때문에 곧 영업 1년차에 접어든다. 창이공항 적자는 1)싱가폴 입국 중국인 감소, 2)판매인력 채용 지연, 3)해외공항 면세점 운영초기 시행착오 등에 따른 결과로 판단한다. 다만, 적자폭은 매분기 빠르게 감소하고 있다. 1)싱가폴 입국 중국인은 성장세로 돌아섰고, 2)판매인력 충원은 3분기에 약 90% 수준까지 되었고, 3)운영 노하우도 1년간 운영하면서 안정화되어 적자폭은 계속 줄어들 것으로 예상된다. 흑자전환을 위해서는 분기 매출액 1,200억원을 넘으면 가능할 것으로 추정된다. 2015년 2월 준절 기간은 초기 운영 시점임에도 BEP수준에 도달했었다. 관건은 매출액 증대이다. 회사는 연말 BEP를 목표로하고 있으나 당사는 하반기까지 분기 80억원 내외 적자로 실적을 추정하고 있다. 2016년부터 분기 20~30억원 수준의 적자 수준을 가정하고 있다. 만약 회사 계획대로 실적이 개선된다면 향후 실적 추정치 업데이트 계획이다.

그림 2. 중국인 싱가포르 입국객 4월부터 성장 전환



자료: 싱가포르 관광청 대신증권 리서치센터

장충동 영업장

특별한 예고 없이
결정될 이슈로 판단

서울 장충동 면세점 영업장 확장을 위한 노력은 지속할 계획이다. 이번 메르스 사태는 관광산업에서 면세점의 관광 인프라로서 역할을 다시 한번 확인하는 계기로 판단한다. 정부와 서울시는 관광객 유치에 대한 적극적 정책을 이어갈 것으로 판단한다. 회사의 영업장 확장 계획이 서울시와 윈윈하는 내용이기 때문에 장충동 영업장 확장 허가에 대한 기대감은 유효하다고 판단한다. 물론 회사의 장충동 영업장 확장에 대한 의지는 높다.

신라 인터넷 면세점

성장성, 수익성 모두
좋은 인터넷 채널

2014년 5월부터 중국 인터넷 면세점을 시작했다. 2015년 상반기 인터넷 면세점 성장률은 작년대비 100% 수준으로 급증하고 있다. 모객 수수료가 없기 때문에 인터넷 면세점 수익성은 시내 면세점 수준으로 높다. 2016년 1분기부터 결제 시스템도 개선할 계획이다. 2016년에도 인터넷 면세점 비중은 빠르게 성장할 것으로 기대된다. 장기적으로 회사의 성장성과 수익성을 동시에 기여할 중요한 판매 채널이 될 것으로 판단한다.

메르스 여파

3분기 메르스로 부진
4분기부터 개선

3분기 실적은 메르스 여파로 면세부문과 호텔부문이 모두 부진할 것으로 예상된다. 연결기준 영업이익은 약 14억원의 소폭 흑자 수준이 예상된다. 그러나 6월말부터 7월까지 최악의 시기는 이미 지난 것으로 판단된다. 9월말부터 중국 PKG도 완전히 회복되면서 4분기부터 실적은 턴어라운드 할 것으로 예상된다.

표 2. 호텔신라 실적 및 주요지표 (연결기준) (단위: 십억원 %)

	1Q15	2Q15	3Q15F	4Q15F	1Q16F	2Q16F	3Q16F	4Q16F	2014	2015F	2016F
REV	829	844	727	778	847	921	1,008	968	2,918	3,178	3,745
(chg %)	39.5	19.1	-8.3	-5.3	2.2	9.1	38.7	24.4	27.0	8.9	17.8
DFS	753	766	660	693	761	828	904	870	2,631	2,872	3,363
(chg %)	38.8	20.1	-7.5	-6.0	1.1	8.1	37.0	25.5	26.1	9.2	17.1
DFS OP	43.0	31.7	8.6	50.4	52.2	56.8	66.1	61.4	148.9	133.7	236.5
DFS OPM(%)	5.7	4.1	1.3	7.3	6.9	6.9	7.3	7.1	5.7	4.7	7.0
Hotel	54	61	50	67	63	75	86	79	247	233	303
(chg %)	2.3	6.2	-25.6	-1.4	15.4	22.6	70.5	18.2	49.5	-5.5	30.0
Hotel OP	-12.6	-6.7	-10.2	-5.0	-5.2	-2.1	0.0	-4.4	-20.7	-34.5	-11.7
Hotel OPM(%)	-23.2	-10.9	-20.3	-7.5	-8.3	-2.8	0.0	-5.5	-8.4	-14.8	-3.9
Others	21	17	17	18	23	18	18	19	65	73	79
COGS(%)	63.0	63.2	62.0	62.5	62.5	62.5	62.5	62.5	62.9	62.7	62.5
OP	33.6	29.4	1.4	48.3	49.9	57.7	69.1	60.0	139.0	112.7	236.8
(chg %)	54.3	-10.6	-97.6	82.4	48.5	96.1	4980.9	24.2	60.3	-18.9	110.0
(OPM)	4.1	3.5	0.2	6.2	5.9	6.3	6.9	6.2	4.8	3.5	6.3
NI	15.5	15.2	-9.0	35.0	34.2	40.1	48.7	41.9	73.5	56.7	164.9
(chg %)	34.5	-27.8	-124.5	779.9	120.2	163.3	-638.4	19.6	579.8	-22.8	190.5

주: REV(매출액), DFS(면세점 매출액), Hotel(호텔 매출액), COGS(매출원가액)
자료: 호텔신라, 대신증권 리서치센터

재무제표

포괄손익계산서

(단위: 십억원)

	2013A	2014A	2015F	2016F	2017F
매출액	2,297	2,909	3,178	3,745	4,211
매출원가	1,327	1,613	1,760	2,010	2,190
매출총이익	970	1,296	1,418	1,735	2,021
판매비와관리비	883	1,157	1,306	1,498	1,684
영업이익	87	139	113	237	337
영업외수익	38	48	35	63	80
EBITDA	138	203	173	297	398
영업외손익	-71	-25	-38	-18	3
관계기업손익	0	0	0	19	40
금융수익	21	17	2	2	2
외환관련이익	10	10	10	10	10
금융비용	-27	-27	-25	-25	-25
외환관련손실	0	0	0	0	0
기타	-64	-15	-15	-15	-15
법인세비용차감전순이익	16	114	75	218	339
법인세비용	-5	-40	-18	-53	-83
계속사업순이익	11	73	57	165	256
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	11	73	57	165	256
당기순이익률	0.5	2.5	1.8	4.4	6.1
비재계분순이익	0	0	0	0	0
재계분순이익	11	73	57	165	256
매도가능금융자산평가	-7	-5	-5	-5	-5
기타포괄이익	-2	-11	-22	-40	-71
포괄순이익	1	57	30	119	180
비재계분포괄이익	0	0	0	0	0
재계분포괄이익	1	57	30	119	180

Valuation 지표

(단위: 원 배 %)

	2013A	2014A	2015F	2016F	2017F
EPS	272	1,865	1,446	4,200	6,525
PER	244.8	49.0	82.3	28.3	18.2
BPS	16,964	18,249	19,323	23,183	28,827
PBR	3.9	5.0	6.2	5.1	4.1
EBITDAPS	3,508	5,168	4,404	7,573	10,132
EV/EBITDA	21.7	19.9	29.8	17.2	12.6
SPS	57,425	72,724	79,451	93,617	105,263
PSR	1.2	1.3	1.6	1.3	1.2
CFPS	2,874	4,913	4,198	7,308	9,818
DPS	150	350	270	785	1,220

재무비율

(단위: 원 배 %)

	2013A	2014A	2015F	2016F	2017F
상장성					
매출액 증감률	3.5	26.6	9.2	17.8	12.4
영업이익 증감률	-33.0	60.5	-18.9	110.0	42.1
순이익 증감률	-89.3	579.8	-22.8	190.5	55.3
수익성					
ROIC	7.0	9.4	8.2	16.2	21.5
ROA	5.3	7.7	5.8	11.5	14.8
ROE	1.6	10.4	7.6	19.4	24.6
안정성					
부채비율	152.3	161.3	153.6	131.3	107.6
순차입금비율	53.4	56.3	55.5	42.1	24.9
이자보상비율	3.2	5.3	4.7	9.9	14.1

자료: 후발스탁 대신증권 리서치센터

재무상태표

(단위: 십억원)

	2013A	2014A	2015F	2016F	2017F
유동자산	709	823	855	1,000	1,190
현금및현금성자산	226	187	169	208	310
매출채권 및 기타채권	106	117	121	131	139
재고자산	337	494	539	635	714
기타유동자산	40	26	26	26	26
비유동자산	1,003	1,084	1,105	1,144	1,204
유형자산	643	704	730	754	776
관계기업투자금	5	6	8	29	72
기타비유동자산	355	375	367	361	356
자산총계	1,712	1,907	1,960	2,144	2,394
유동부채	433	435	453	491	521
매입채무 및 기타채무	235	331	349	387	418
차입금	0	0	0	0	0
유동상채무	140	0	0	0	0
기타유동부채	58	104	104	104	104
비유동부채	601	742	734	727	719
차입금	449	599	599	599	599
전환증권	0	0	0	0	0
기타비유동부채	152	144	136	128	121
부채총계	1,034	1,177	1,187	1,217	1,241
자본계분	679	730	773	927	1,153
자본금	200	200	200	200	200
자본잉여금	197	197	197	197	197
이익잉여금	288	344	387	541	767
기타자본변동	-6	-10	-10	-10	-10
비재계분	0	0	0	0	0
재계분	679	730	773	927	1,153
순차입금	362	411	429	390	288

현금흐름표

(단위: 십억원)

	2013A	2014A	2015F	2016F	2017F
영업활동 현금흐름	153	122	124	177	260
당기순이익	11	73	57	165	256
비현금항목의 가감	104	123	111	127	137
감가상각비	51	64	60	60	61
외환손익	0	0	5	5	5
자본법정평가손익	0	0	0	-19	-40
기타	53	59	46	81	111
자산부채의 증감	55	-62	-4	-40	-28
기타현금흐름	-17	-12	-40	-75	-105
투자활동 현금흐름	-285	-141	-80	-99	-121
투자자산	-63	-10	-2	-21	-42
유형자산	-217	-128	-78	-78	-78
기타	-6	-2	0	0	0
재무활동 현금흐름	85	-20	-38	-34	-54
단기차입금	0	0	0	0	0
사채	199	149	0	0	0
장기차입금	0	0	0	0	0
유상증자	0	0	0	0	0
현금배당	-12	-6	-14	-10	-30
기타	-102	-164	-24	-24	-24
현금의 증감	-48	-39	-18	39	103
기초 현금	274	226	187	169	208
기말 현금	226	187	169	208	310
NOPLAT	58	90	85	179	254
FCF	-116	19	65	159	235

[Compliance Notice]

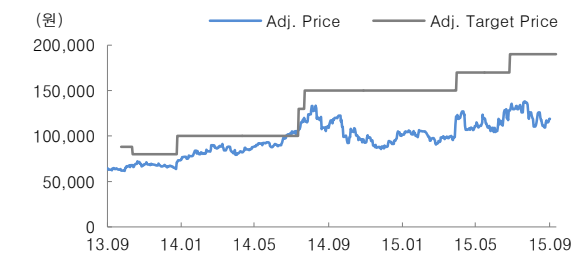
금융투자업규정 4-20조 1항5호사목에 따라 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없으며, 당사의 금융투자분석사는 자료작성일 현재 본 자료에 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 당사의 금융투자분석사는 본 자료의 작성과 관련하여 외부 부당한 압력이나 간섭을 받지 않고 본인의 의견을 정확하게 반영하였습니다.

(담당자:김윤진)

본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 동 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.

[투자의견 및 목표주가 변경 내용]

호텔신라(008770) 투자의견 및 목표주가 변경 내용



제시일자	150817	150712	150701	150605	150526	150428
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	190,000	190,000	170,000	170,000	170,000	170,000
제시일자	150415	150413	150324	150212	150105	141110
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	170,000	150,000	150,000	150,000	150,000	150,000
제시일자	141103	140807	140728	140521	140428	140121
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	150,000	150,000	130,000	100,000	100,000	100,000
제시일자	140115	140109	131209	131114	131110	131027
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	100,000	100,000	80,000	80,000	80,000	80,000

투자의견 비율공시 및 투자등급관련사항 (기준일자:20150914)

구분	Buy(매수)	Marketperform(중립)	Underperform(매도)
비율	84.4%	15.0%	0.6%

산업 투자의견

- Overweigh(비중확대)
 - : 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 초과 상승 예상
- Neutral(중립)
 - : 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률과 유사한 수준 예상
- Underweigh(비중축소)
 - : 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 하회 예상

기업 투자의견

- Buy(매수)
 - : 향후 6개월간 시장수익률 대비 10%p 이상 추가 상승 예상
- Marketperform(시장수익률)
 - : 향후 6개월간 시장수익률 대비 -10%p~10%p 추가 변동 예상
- Underperform(시장수익률 하회)
 - : 향후 6개월간 시장수익률 대비 10%p 이상 추가 하락 예상