

호텔신라 (008770)

어둠 이후 보다 찬연할 미래

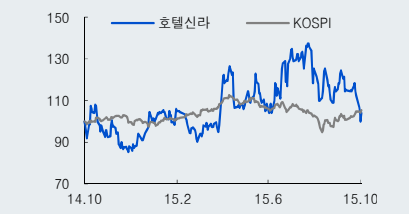
호텔/레저

Earnings Preview
2015.10.16

(Maintain)	매수
목표주가(원,12M)	215,000
현재주가(15/10/15,원)	104,500
상승여력	106%

영업이익(15F,십억원)	113
Consensus 영업이익(15F,십억원)	143
EPS 성장률(15F,%)	-20.6
MKT EPS 성장률(15F,%)	23.6
P/E(15F,x)	71.7
MKT P/E(15F,x)	11.4
KOSPI	2,033.27
시가총액(십억원)	4,101
발행주식수(백만주)	40
유동주식비율(%)	80.9
외국인 보유비중(%)	37.6
베타(12M) 일간수익률	1.93
52주 최저가(원)	85,800
52주 최고가(원)	138,000

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-12.2	-13.6	6.4
상대주가	-16.3	-10.0	0.8



[호텔/레저, 화장품, 패션]

함승희

02-768-4172

regina.hahm@dwsec.com

3Q15 Preview: 별도 영업이익 173억원(-71% YoY) 추정

호텔신라의 3Q15 별도기준 실적은 매출액 6,229억원(-20% YoY), 영업이익 173억원(-71% YoY), 영업이익률 2.8%로 추정한다. 2분기 약 3주에 불과했던 메르스의 여파가 3분기 전체 실적에 악영향을 미쳐 전년동기대비 이익 감소가 불가피했다. 연결기준 실적은 매출액 7,374억원(-7% YoY), 영업이익 55억원(-90% YoY)로 예상된다. 창이공항점이 연결 매출 실적의 감소폭을 완화시키나, 아직 초기 가동기에 머물러 있고 전 분기에 이어 추가 개장 및 인력 고용을 진행한 영향으로 영업 적자는 지속될 수 밖에 없을 것으로 보인다.

예기치 못한 어둠 이후 더욱 밝을 미래

당해 3분기는 메르스의 영향이 없었더라면 충분히 사상 최고 실적 경신을 기대해볼 수 있었던 시기였다. 출입국객 시장의 계절적 성수기가 중복되는 시기인데다 내국인의 여행 소비 성향은 사상 최고 수준으로 강화되고 있었기 때문이다. 하지만, 타 분기 대비 매출액과 이익에 대한 기여도가 높은 만큼 메르스라는 외부 악재의 영향도 컸다.

매크로 환경에 방어적인 속성을 지니는 일반 내수 유통 산업과 극명히 대비되는 면세업의 까다로운 속성이 여실히 드러난 계기였다. 또한 한국의 메이저 사업자가 비우호적인 외부 환경에서 장기간 자체 경쟁력을 유지, 강화 시켜온 과정을 “수혜”로 해석하는 것이 지극히 부적절함을 직접적으로 반증한 사례이기도 하다.

한국 여행시장의 단기 쇼크가 상당부분 마무리된 현 시점에서 기업가치에 결정적인 향후 전망에 대한 기대감은 오히려 강화될 것으로 보인다. 2016년에는 국내 인바운드 시장 트래픽 회복과 면세 사업 수익성 정상화, 창이공항 실적 개선, 그리고 외형 확대에 따른 근원 원가율 효율화 등 복합적 요인이 집중되는 영향으로 2015년 대비 영업이익 증가율이 187%에 달할 전망이다. HDC신라면세점 실적이 지분법 이익으로 반영되는 효과로, 2016년 순이익 증가율은 315%에 이를 것으로 예상되고 실적 모멘텀의 극대화가 기대된다.

인바운드 시장 성장 초기 핵심 축의 역할은 지속될 전망

중국 관광 수요를 중심으로 전 세계가 경쟁구도를 형성하고 있는 현 환경에서 한국의 대표 상대 경쟁력은 글로벌 경쟁력을 지닌 면세 채널이다. 국내 면세 채널의 근원 경쟁력은 쇼핑을 주목적으로 하는 초기 중국 아웃바운드 여행객의 수요를 선제적으로 흡수하는 핵심 축의 역할을 지속할 전망이다.

호텔신라에 대한 “매수” 투자자의견과 목표주가 215,000원을 유지하여 제시한다. 창이공항 실적 전망을 조정하며 2016년 연결 영업이익이 약 11% 하향했지만, 당사는 밸류에이션 내 창이공항 가치 산정에 있어 사업 정상화 시점(2018년)의 현재 가치를 지속 반영해왔다.

결산기 (12월)	12/12	12/13	12/14	12/15F	12/16F	12/17F
매출액 (십억원)	2,220	2,297	2,909	3,302	4,086	4,776
영업이익 (십억원)	129	87	139	113	324	389
영업이익률 (%)	5.8	3.8	4.8	3.4	7.9	8.1
순이익 (십억원)	101	11	73	58	242	310
EPS (원)	2,525	270	1,837	1,458	6,053	7,755
ROE (%)	15.6	1.6	10.4	7.7	27.2	27.0
P/E (배)	17.4	246.1	49.8	71.7	17.3	13.5
P/B (배)	2.5	3.9	5.0	5.4	4.2	3.2

주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익

자료: 호텔신라, KDB대우증권 리서치센터

3Q15 Preview

표 1. 호텔신라 3Q15 연결실적 전망

(십억원, %)

	3Q14	2Q15	3Q15		성장률	
			KDB대우	컨센서스	YoY	QoQ
매출액	792	845	737	818	-6.9	-12.7
영업이익	58	29	6	29	-90.4	-81.2
영업이익률 (%)	7.3	3.5	0.8	3.6		
세전이익	51	26	0	28	적전	적전
순이익	37	15	0	22	적전	적전

주: K-IFRS 연결 기준

자료: 호텔신라, KDB대우증권 리서치센터

표 2. 실적변경표

(십억원, %)

	변경전		변경후		변경률		변경 이유
	15F	16F	15F	16F	15F	16F	
매출액	3,550	4,170	3,302	4,086	-7.0	-2.0	3Q15 메르스 영향 반영
영업이익	193	363	113	324	-41.4	-10.6	차이공항 수익 전망 조정
세전이익	166	367	86	323	-48.3	-12.1	
순이익	123	275	58	242	-52.5	-12.1	

주: K-IFRS 연결 기준

자료: KDB대우증권 리서치센터

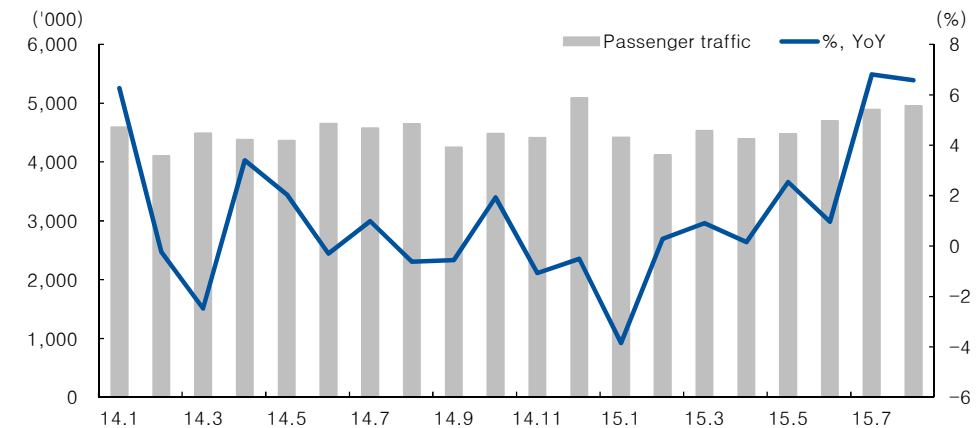
표 3. 별도기준 상세 분기실적 전망

(십억원, %)

	1Q14	2Q14	3Q14	4Q14	1Q15	2Q15	3Q15F	4Q15F
전체 별도기준 매출액	585	698	780	733	725	735	623	774
(%, YoY)	23.5	30.7	14.7	24.7	24.0	5.2	-20.1	5.7
면세매출액	515	627	700	659	655	662	534	688
호텔매출액	53	59	66	63	52	58	78	74
기타매출액	17	13	14	11	19	15	11	12
매출총이익	255	297	338	336	324	313	282	349
(%, 매출액대비)	43.7	42.6	43.4	45.9	44.7	42.6	45.3	45.1
판매비	233	264	279	276	274	270	265	295
(%, 매출액대비)	39.9	37.8	35.7	37.7	37.8	36.8	42.5	38.0
호텔+기타	55	45	46	51	51	46	57	57
(%, 매출액대비)	78.3	63.5	57.4	68.8	72.3	63.1	63.7	66.5
면세점	179	219	233	225	224	224	208	237
(%, 매출액대비)	34.7	34.9	33.3	34.2	34.1	33.9	39.0	34.5
영업이익	22	34	59	60	50	43	17	55
(%, 매출액대비)	3.7	4.8	7.6	8.2	6.9	5.9	2.8	7.1
호텔+기타	-9	-1	3	-5	-8	-2	-2	-3
(%, 매출액대비)	-12.2	-1.8	4.0	-6.6	-11.8	-3.2	-2.6	-3.5
면세점	30	35	56	65	58	45	20	58
(%, 매출액대비)	5.9	5.6	8.0	9.8	8.9	6.9	3.7	8.4

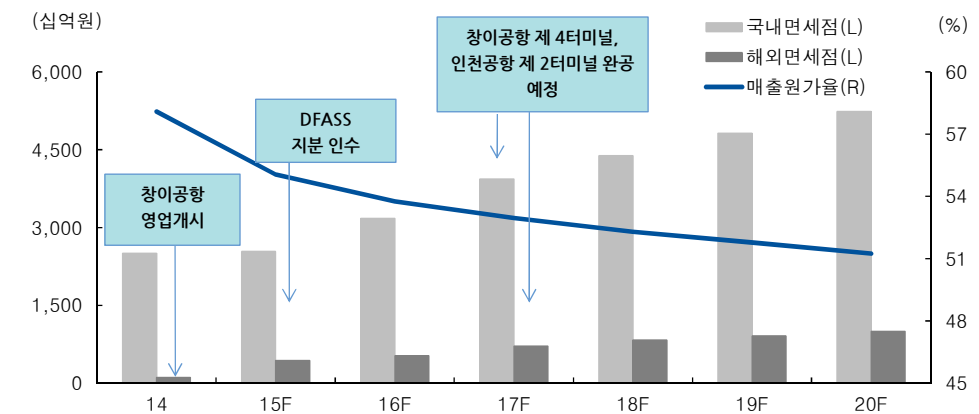
자료: 호텔신라, KDB대우증권 리서치센터

그림 1. 창이공항 여객 트래픽 추이: 회복기에 진입



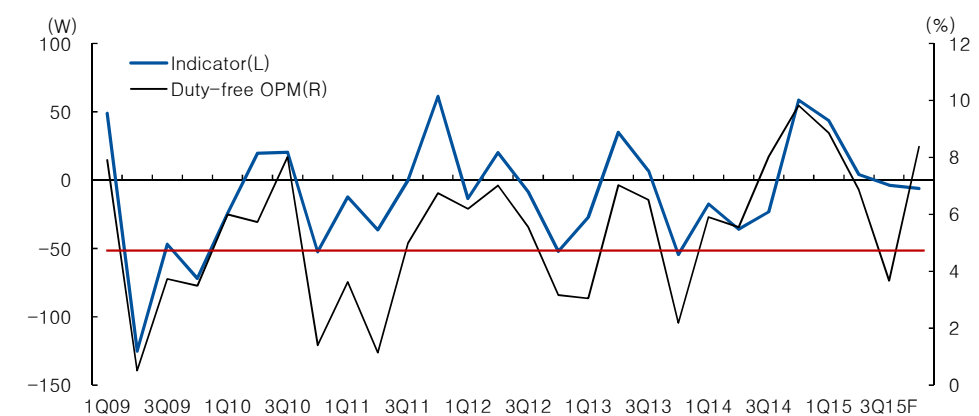
자료: CAG, KDB대우증권 리서치센터

그림 2. 외형규모 지속적 확대에 따른 규모의 경제 강화, 원가율 개선 기대



자료: KDB대우증권 리서치센터

그림 3. 우호적인 환율 흐름과 입국객 시장 회복으로 4Q15 수익성 정상화 기대



주: Indicator는 당사가 추정하는 매출에 반영되는 원/달러 환율에서 매출원가에 반영되는 환율을 차감한 수치
자료: WiseFn, 호텔신라, KDB대우증권 리서치센터

호텔신라 (008770)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	12/14	12/15F	12/16F	12/17F
매출액	2,909	3,302	4,086	4,776
매출원가	1,613	1,762	2,138	2,436
매출총이익	1,296	1,540	1,948	2,340
판매비와관리비	1,157	1,427	1,624	1,951
조정영업이익	139	113	324	389
영업이익	139	113	324	389
비영업손익	-25	-27	-1	25
금융손익	-10	-20	-28	-26
관계기업등 투자손익	0	-3	30	46
세전계속사업손익	114	86	323	414
계속사업법인세비용	40	28	81	103
계속사업이익	73	58	242	310
중단사업이익	0	0	0	0
당기순이익	73	58	242	310
지배주주	73	58	242	310
비지배주주	0	0	0	0
총포괄이익	57	59	242	310
지배주주	57	59	242	310
비지배주주	0	0	0	0
EBITDA	203	192	415	487
FCF	-8	-65	140	152
EBITDA 마진율 (%)	7.0	5.8	10.2	10.2
영업이익률 (%)	4.8	3.4	7.9	8.1
지배주주귀속 순이익률 (%)	2.5	1.8	5.9	6.5

예상 현금흐름표 (요약)

(십억원)	12/14	12/15F	12/16F	12/17F
영업활동으로 인한 현금흐름	122	112	300	302
당기순이익	73	58	242	310
비현금수익비용가감	123	137	169	182
유형자산감가상각비	52	68	80	84
무형자산상각비	12	10	12	14
기타	59	59	77	84
영업활동으로인한자산및부채의변동	-62	-56	-44	-102
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	5	-12	-13	-13
재고자산 감소(증가)	-151	-221	-143	-150
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	55	26	44	46
법인세납부	-17	-37	-81	-103
투자활동으로 인한 현금흐름	-141	-217	-254	-248
유형자산처분(취득)	-128	-177	-160	-150
무형자산감소(증가)	-5	0	-19	-20
장단기금융자산의 감소(증가)	-7	-32	-75	-78
기타투자활동	-1	-8	0	0
재무활동으로 인한 현금흐름	-20	221	-7	-57
장단기금융부채의 증가(감소)	10	389	50	0
자본의 증가(감소)	0	0	0	0
배당금의 지급	-6	-14	-16	-16
기타재무활동	-24	-154	-41	-41
현금의 증가	-39	124	68	40
기초현금	226	187	311	379
기말현금	187	311	379	420

자료: 호텔신라, KDB대우증권 리서치센터

예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	12/14	12/15F	12/16F	12/17F
유동자산	823	1,193	1,434	1,712
현금 및 현금성자산	187	311	379	420
매출채권 및 기타채권	106	131	158	185
재고자산	494	713	856	1,007
기타유동자산	36	38	41	100
비유동자산	1,084	1,212	1,376	1,528
관계기업투자등	6	7	8	9
유형자산	704	802	882	948
무형자산	33	26	33	39
자산총계	1,907	2,405	2,810	3,240
유동부채	435	505	652	754
매입채무 및 기타채무	237	267	321	377
단기금융부채	0	20	70	70
기타유동부채	198	218	261	307
비유동부채	742	1,125	1,157	1,190
장기금융부채	599	968	968	968
기타비유동부채	143	157	189	222
부채총계	1,177	1,630	1,808	1,944
지배주주지분	730	776	1,002	1,296
자본금	200	200	200	200
자본잉여금	197	197	197	197
이익잉여금	344	388	614	909
비지배주주지분	0	0	0	0
자본총계	730	776	1,002	1,296

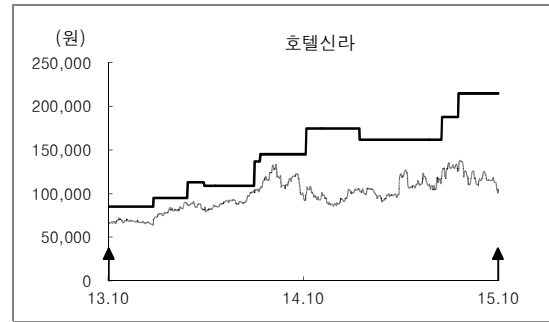
예상 주당가치 및 valuation (요약)

	12/14	12/15F	12/16F	12/17F
P/E (x)	49.8	71.7	17.3	13.5
P/CF (x)	18.6	21.4	10.2	8.5
P/B (x)	5.0	5.4	4.2	3.2
EV/EBITDA (x)	19.9	25.2	11.6	9.8
EPS (원)	1,837	1,458	6,053	7,755
CFPS (원)	4,913	4,879	10,279	12,298
BPS (원)	18,348	19,487	25,146	32,507
DPS (원)	350	400	450	500
배당성향 (%)	18.4	26.5	7.2	6.2
배당수익률 (%)	0.4	0.4	0.4	0.5
매출액증가율 (%)	26.6	13.5	23.7	16.9
EBITDA증가율 (%)	47.1	-5.4	116.1	17.3
조정영업이익증가율 (%)	59.8	-18.7	186.7	20.1
EPS증가율 (%)	580.4	-20.6	315.2	28.1
매출채권 회전을 (회)	54.0	57.4	58.1	57.2
재고자산 회전을 (회)	7.0	5.5	5.2	5.1
매입채무 회전을 (회)	9.8	8.5	8.8	8.5
ROA (%)	4.1	2.7	9.3	10.3
ROE (%)	10.4	7.7	27.2	27.0
ROIC (%)	10.0	7.1	18.5	19.5
부채비율 (%)	161.3	210.1	180.5	149.9
유동비율 (%)	189.1	236.4	220.0	227.2
순차입금/자기자본 (%)	56.3	87.2	65.6	47.6
조정영업이익/금융비용 (x)	5.3	3.4	7.9	9.4

호텔신라
어둠 이후 보다 찬연할 미래

투자의견 및 목표주가 변동추이

종목명(코드번호)	제시일자	투자의견	목표주가(원)
호텔신라(008770)	2015.08.02	매수	215,000원
	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
	2013.09.23	매수	85,000원



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(◆), 주가(—), 목표주가(→), Not covered(■)

투자의견 비율

매수(매수)	Trading Buy(매수)	중립(중립)	비중축소(매도)
72.77%	13.86%	13.37%	0.00%

* 2015년 9월 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.