

호텔신라(008770)

Above

In line

Below

매수(유지)

목표주가: 53,000원(하향)

Stock Data

KOSPI(1/25)	2,067
주가(1/25)	46,050
시가총액(십억원)	1,807
발행주식수(백만)	39
52주 최고/최저가(원)	74,500/45,200
일평균거래대금(6개월, 백만원)	16,513
유동주식비율/외국인지분율(%)	77.0/14.7
주요주주(%)	삼성생명보험 외 5인 17.5
국민연금	9.9

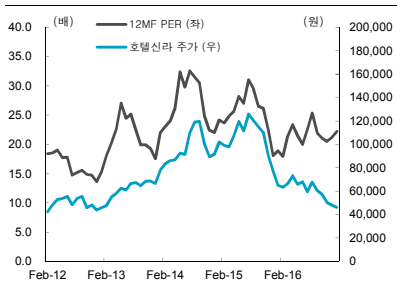
Valuation 지표

	2015A	2016F	2017F
PER(x)	164.8	66.0	24.9
PBR(x)	4.1	2.5	2.2
ROE(%)	2.5	3.7	8.8
DY(%)	0.5	0.7	0.8
EV/EBITDA(x)	23.8	16.2	12.3
EPS(원)	469	729	1,852
BPS(원)	18,697	19,293	20,947

주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	(4.9)	(26.0)	(32.8)
상대주가(%)	(6.4)	(28.7)	(41.9)

12MF PER 추이



외형 성장 vs. 아쉬운 수익성

What's new : 영업이익 컨센서스 하회

4분기 연결 매출액은 9,346억원, 영업이익은 156억원으로 전년동기대비 각각 10.3%, 38.5% 늘었다. 매출액은 컨센서스에 부합했으나 영업이익은 23% 하회했는데, 환율상승에 따른 원가율 하락 효과가 예상보다 크지 않았던 것으로 추정된다. 부문별 매출액은 면세점(TR) 8,356억원(+10.4% YoY), 호텔&레저 990억원(+9.4% YoY) 이었다. 법인세율이 72.5%에 달했는데 이연법인세 등이 반영됐기 때문이다.

Positives : 외형 성장 달성

전 부문 고른 성장으로 매출액이 전년동기대비 10.3% 증가했다. 중국인 입국자수에 대한 우려에도 불구하고 별도기준 면세점 매출액은 7,034억원으로 전년동기대비 10.5% 증가했다. 시내 면세점 매출액은 전년동기대비 12.6% 증가해 중국인 입국자수(+6.8%)와 내국인 출국자수(+10.8%) 증가율을 상회했다. 창이공항 매출액은 1,326억원(+10% YoY)으로 외형 확대를 지속했다. 호텔&레저 부문 매출액은 신라스테이의 성과 확대에 힘입어 9.4% 늘었다.

Negatives : 별도 면세점 영업이익률 하락과 창이공항 적자 지속

연결 영업이익률은 1.7%로 전년동기대비 0.4%p 개선에 그쳤다. 별도 면세점 영업이익률이 3.6%로 0.7%p 하락했기 때문이다. 4분기 알선수수료는 627억원으로 시내면세점 매출액대비 11.9%로 전분기(11.8%)와 유사했으나 전년동기(9.8%) 대비해서는 172억원 늘어 37.7% 증가했다. 알선수수료율은 신규 사업자 진입 등으로 전년동기대비 높아졌다. 그러나 최근의 추이를 감안했을 때 추가적인 알선수수료율 상승이 나타날 가능성은 커보이지 않고, 현 수준에서 유지될 것으로 예상된다. 창이공항 면세점 영업손실은 79억원으로 전분기(-94억원)와 전년동기(-126억원) 대비 개선됐지만 적자가 지속됐다.

결론 : 예상보다 더딘 수익성 개선, 목표주가 하향

호텔신라에 대해 목표주가를 53,000원으로 기존대비 14.5% 하향한다(12MF PER 25배 적용). 국내 면세점 시장은 과거 대비해서 사업자간 경쟁이 심화된 국면으로 예상보다 더딘 수익성 개선 속도를 감안해 17년과 18년 실적 추정치를 각각 15.4%, 7.2% 하향했다. 15년 면세점 사업권을 획득한 업체들의 마케팅 경쟁이 현재보다 심화될 가능성은 적고, 창이공항 면세점 영업손실은 17년 244억원으로 예상돼 점진적으로 축소될 전망이다. 금년 영업이익률은 전년대비 0.9%p 상승할 것이다.

(단위: 십억원, %, %p)

	4Q16P				증감률		2017F	
	추정	실적	차이	컨센서스	QoQ	YoY	당사	컨센서스
매출액	948	935	(1.4)	922	(0.3)	10.3	3,931	3,928
영업이익	19	16	(16.3)	20	(38.3)	38.5	117	125
영업이익률	2.0	1.7	(0.3)	2.2	(1.0)	0.3	3.0	3.2
세전이익	11	6	(48.8)	15	(68.1)	353.9	108	109
순이익	6	2	(72.5)	11	(85.3)	흑전	70	80

최민하 3276-6260
mhchoi@truefriend.com

민상구 3276-5728
sangku.min@truefriend.com

<표 1> 4Q16 실적 review

(단위: 십억원)

	4Q15	3Q16	4Q16	QoQ	YoY	KIS	차이	컨센서스	차이
매출액	847.6	937.7	934.6	(0.3%)	10.3%	947.7	(1.4%)	922.1	1.4%
영업이익	11.3	25.3	15.6	(38.3%)	38.5%	18.7	(16.3%)	20.3	(23.1%)
영업이익률	1.3	2.7	1.7	(1.0%p)	0.3%p	2.0	(0.3%p)	2.2	(0.5%p)
세전이익	1.3	18.1	5.8	(68.1%)	354.0%	11.3	(48.8%)	15.0	(61.4%)
순이익	(2.4)	10.8	1.6	(85.3%)	(흑전)	5.8	(72.5%)	11.0	(85.6%)

자료: 호텔신라, Fnguide, 한국투자증권

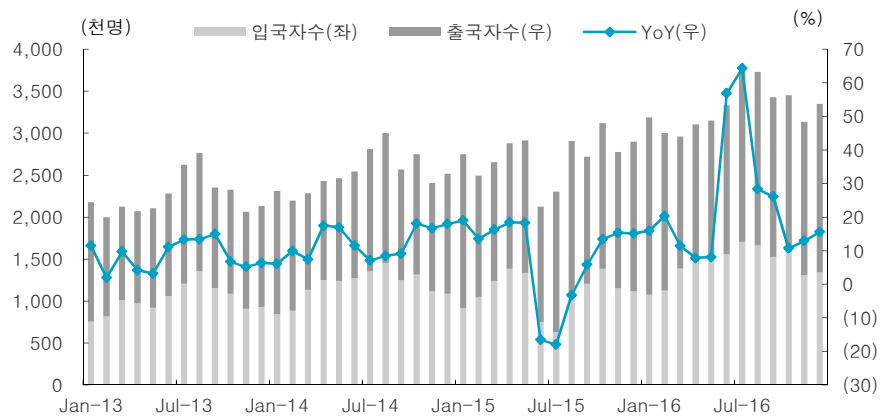
<표 2> 분기 실적 추이와 전망

(단위: 십억원, %)

	1Q15	2Q15	3Q15	4Q15	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17F	2Q17F	3Q17F	4Q17F
매출액	828.5	844.7	730.9	847.6	888.9	954.1	937.7	934.6	944.2	986.6	997.1	1,003.3
면세유통(TR)	756.1	776.2	641.7	757.2	807.2	861.2	832.3	835.6	848.2	884.7	882.0	901.7
본사	654.8	662.3	521.5	636.5	675.2	736.4	702.2	703.4	714.9	754.2	744.3	754.1
창이공항점	93.5	100.9	116.1	117.0	124.1	118.5	124.4	132.2	127.9	124.9	132.5	142.1
호텔&레저	77.6	78.0	98.2	90.5	91.0	101.7	113.7	99.0	103.8	109.3	122.2	105.2
영업이익	33.6	29.4	2.8	11.3	19.3	18.7	25.3	15.6	25.6	25.8	41.9	24.2
면세유통(TR)	43.0	31.7	2.0	14.5	27.0	16.0	18.5	17.3	22.2	28.9	36.3	21.7
본사	58.0	45.4	15.9	27.1	35.0	27.7	27.9	25.2	27.8	35.8	41.5	28.4
창이공항점	(14.9)	(13.7)	(13.9)	(12.6)	(8.0)	(11.8)	(9.4)	(7.9)	(5.6)	(6.9)	(5.2)	(6.7)
호텔&레저	(9.4)	(2.3)	0.8	(3.2)	(8.5)	3.4	6.9	(1.7)	3.5	(3.1)	5.7	2.5
영업이익률	4.1	3.5	0.4	1.3	2.2	2.0	2.7	1.7	2.7	2.6	4.2	2.4
면세유통(TR)	5.7	4.1	0.3	1.9	3.3	1.9	2.2	2.1	2.6	3.3	4.1	2.4
호텔&레저	(12.1)	(3.0)	0.8	(3.4)	(9.3)	3.3	6.1	(1.7)	3.4	(2.8)	4.6	2.4
세전이익	23.3	26.0	(6.6)	1.3	19.5	9.0	18.1	5.8	20.8	23.2	39.1	25.3
순이익	15.5	15.2	(9.9)	(2.4)	12.6	2.8	10.8	1.6	12.9	14.4	25.4	17.4
YoY												
매출액	39.5	19.1	(7.7)	4.2	7.3	13.0	28.3	10.3	6.2	3.4	6.3	7.4
면세유통(TR)	44.2	21.6	(9.7)	2.8	6.8	11.0	29.7	10.4	5.1	2.7	6.0	7.9
본사	27.2	5.7	(25.5)	(3.4)	3.1	11.2	34.6	10.5	5.9	2.4	6.0	7.2
창이공항점	1,935.8	1,385.7	1,438.9	64.6	32.8	17.4	7.2	13.0	3.0	5.4	6.5	7.5
호텔&레저	8.6	6.6	20.7	16.9	17.3	30.3	15.7	4.3	14.1	7.5	7.5	6.3
영업이익	54.7	(10.6)	(95.1)	(57.5)	(42.6)	(36.3)	793.4	38.5	32.9	37.8	65.7	55.0
면세유통(TR)	45.5	(5.5)	(96.4)	(53.0)	(37.3)	(49.7)	839.0	19.2	(17.9)	81.3	96.3	25.3
본사	90.8	30.5	(71.7)	(58.1)	(39.6)	(39.0)	75.7	(7.0)	(20.6)	29.0	48.4	12.6
창이공항점	(적지)	(적지)	(적지)	(적지)	(적지)	(적지)	(적지)	(적지)	(적지)	(적지)	(적지)	(적지)
호텔&레저	(적지)	(적지)	(71.2)	(적지)	(적지)	(흑전)	730.3	(적지)	(흑전)	(적전)	(17.9)	(흑전)
영업이익률	0.4	(1.2)	(6.9)	(1.9)	(1.9)	(1.5)	2.3	0.3	0.5	0.7	1.5	0.7
면세유통(TR)	0.0	(1.2)	(7.4)	(2.3)	(2.3)	(2.2)	1.9	0.2	(0.7)	1.4	1.9	0.3
호텔&레저	(적지)	(적지)	(76.1)	(적지)	(적지)	(흑전)	617.6	(적지)	(흑전)	(적전)	(23.6)	(흑전)
세전이익	51.6	(10.1)	(적전)	(93.3)	(16.4)	(65.2)	(흑전)	354.0	6.7	156.8	115.8	337.2
순이익	34.5	(27.8)	(적전)	(적전)	(18.8)	(81.4)	(흑전)	(흑전)	2.1	408.9	135.3	998.4

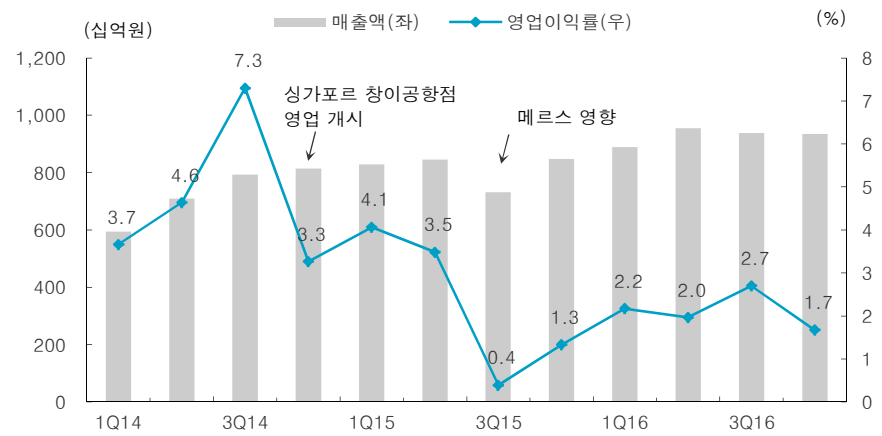
자료: 호텔신라, 한국투자증권

[그림 1] 월간 출입국자수 추이



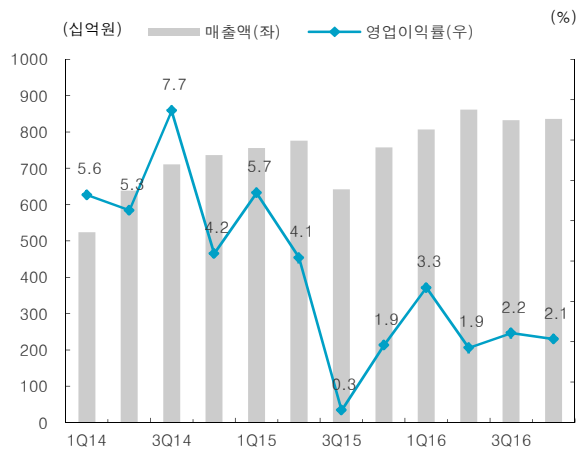
자료: 호텔신라, 한국투자증권

[그림 2] 매출액과 영업이익률



자료: 호텔신라, 한국투자증권

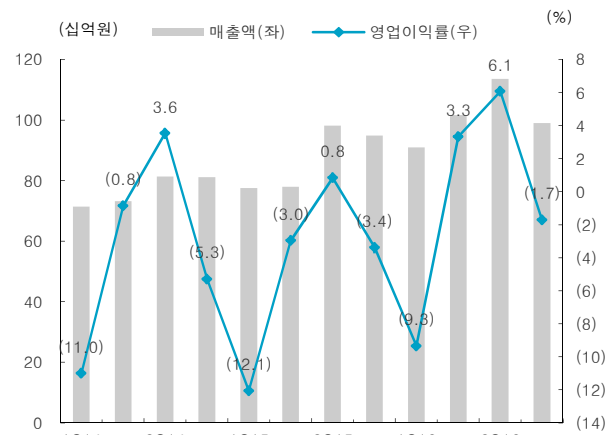
[그림 3] 면세유통(TR) 부문 매출액과 영업이익률



주: 연결기준

자료: 호텔신라, 한국투자증권

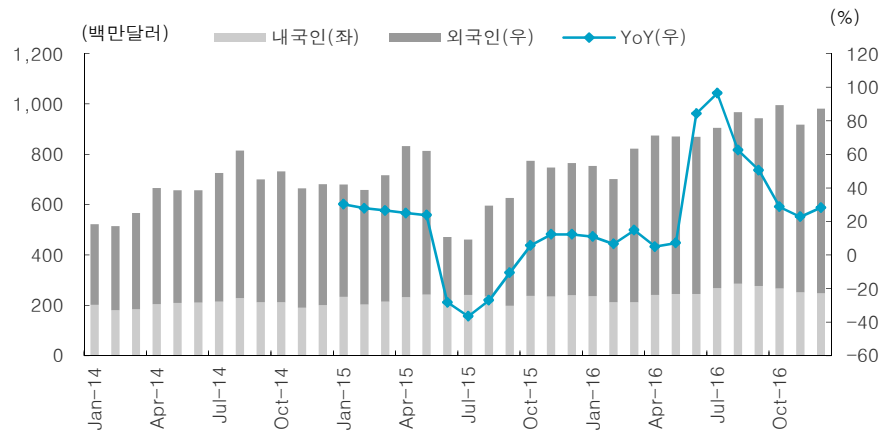
[그림 4] 호텔&레저 부문 매출액과 영업이익률



주: 연결기준

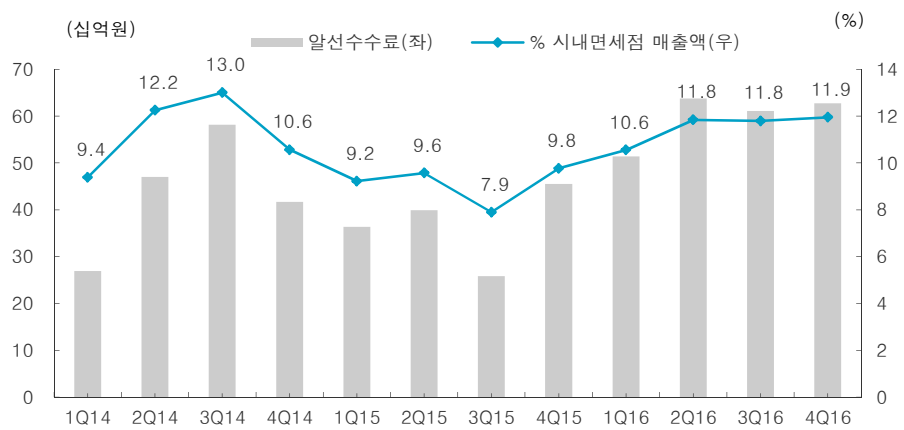
자료: 호텔신라, 한국투자증권

[그림 5] 국내 면세점 월간 매출액 추이



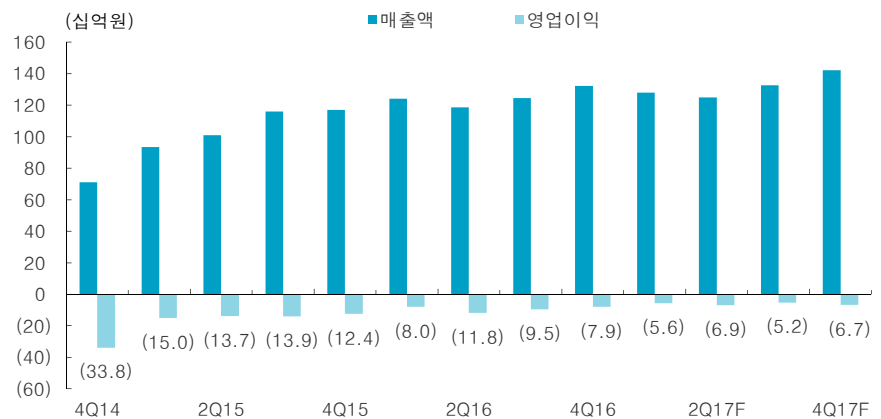
자료: 업계 자료, 한국면세점협회, 한국투자증권

[그림 6] 분기 알선수수료와 시내 면세점 매출액 대비 비중



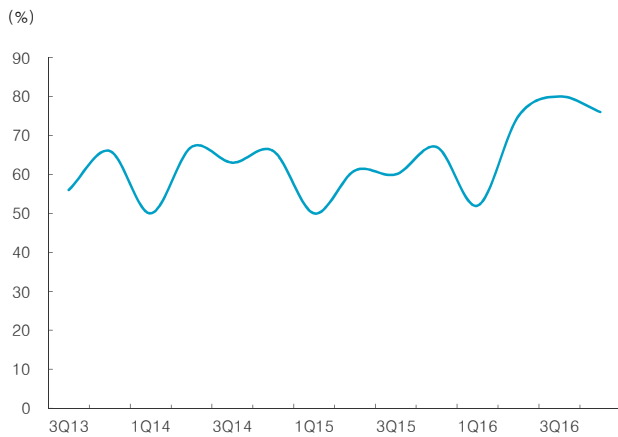
자료: 호텔신라, 한국투자증권

[그림 7] 창이공항 면세점 매출액과 영업이익



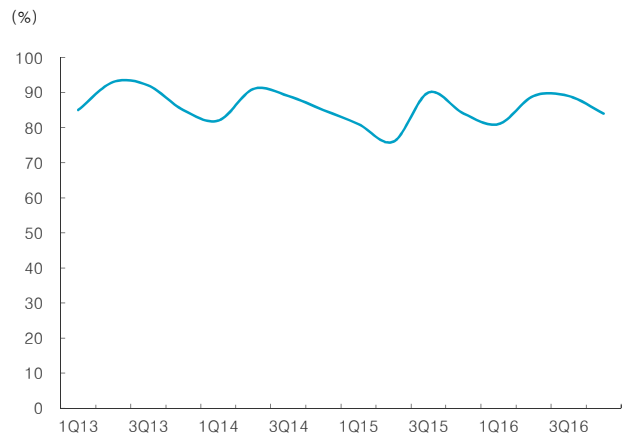
자료: 호텔신라, 한국투자증권

[그림 8] 서울 호텔 분기 투숙률



자료: 호텔신라, 한국투자증권

[그림 9] 제주 호텔 분기 투숙률



자료: 호텔신라, 한국투자증권

<표 3> 연간 실적 추이와 전망

(단위: 십억원)

	2013	2014	YoY	2015	YoY	2016P	YoY	2017F	YoY	2018F	YoY
매출액	2,297.0	2,909.0	26.6%	3,251.7	11.8%	3,715.3	14.3%	3,931.2	5.8%	4,176.7	6.2%
면세유통(TR)	2,086.4	2,609.6	25.1%	2,931.1	12.3%	3,336.3	13.8%	3,516.6	5.4%	3,739.8	6.3%
본사	2,066.3	2,500.1	21.0%	2,475.1	(1.0%)	2,817.1	13.8%	2,967.5	5.3%	3,169.4	6.8%
창이공항	8.0	90.0	1024.5%	427.5	374.8%	499.3	16.8%	527.4	5.6%	548.0	3.9%
호텔&레저	216.0	307.2	42.2%	348.8	13.5%	405.3	16.2%	440.5	8.7%	460.3	4.5%
영업이익	86.6	139.0	60.5%	77.2	(44.5%)	79.0	2.4%	117.6	48.9%	162.8	38.4%
면세유통(TR)	96.3	149.0	54.7%	91.2	(38.7%)	78.7	(13.7%)	109.0	38.5%	141.0	29.3%
본사	99.4	186.1	87.2%	146.4	(21.3%)	115.9	(20.9%)	133.4	15.1%	155.0	16.2%
창이공항	0.0	(33.8)	(적지)	(55.2)	(적지)	(37.1)	(적지)	(24.4)	(적지)	(14.0)	(적지)
호텔&레저	(9.7)	(9.9)	(적지)	(14.0)	(적지)	0.1	(흑전)	8.6	6466.6%	21.9	154.4%
영업이익률	3.8	4.8	1.0%p	2.4	(2.4%p)	2.1	(0.2%p)	3.0	0.9%p	3.9	0.9%p
면세유통(TR)	4.6	5.7	1.1%p	3.1	(2.6%p)	2.4	(0.8%p)	3.1	0.7%p	3.8	0.7%p
호텔&레저	4.8	7.4	2.6%p	5.9	(1.5%p)	4.1	(1.8%p)	4.5	0.4%p	4.9	0.4%p
세전이익	16.0	113.8	610.1%	44.0	(61.3%)	52.4	19.2%	108.3	106.7%	167.9	55.0%
순이익	10.8	73.5	579.8%	18.5	(74.8%)	27.8	50.6%	70.1	151.9%	110.3	57.4%

자료: 호텔신라, 한국투자증권

<표 4> 실적 추정 변경

(단위: 십억원)

	2017F			2018F		
	변경전	변경후	%	변경전	변경후	%
매출액	4,189.6	3,931.2	(6.2%)	4,420.7	4,176.7	(5.5%)
영업이익	138.9	117.6	(15.4%)	175.4	162.8	(7.2%)
영업이익률	3.3	3.0	(0.3%p)	4.0	3.9	(0.1%p)
세전이익	132.8	108.3	(18.4%)	191.0	167.9	(12.1%)
순이익	85.2	70.1	(17.7%)	125.3	110.3	(12.0%)

자료: 한국투자증권

기업개요 및 용어해설

호텔신라는 면세점, 호텔, 생활레저 사업을 영위하고 있다. 면세유통사업은 국내에서는 서울, 제주 지역에서 시내면세점과 인천공항에서 공항면세점을 운영하고 있다. 해외에서는 싱가포르 창이공항과 마카오공항에서 사업을 영위하고 있다. 호텔신라는 서울과 제주호텔을 자가 소유로 운영하고 있으며, 비즈니스 호텔 '신라스테이' 사업을 전개하고 있다. 생활레저 사업은 여행, 휘스티스센터 등을 포함한다.

- 면세점: 해외로 출국하는 내외국인을 대상으로 관세, 소비세(부가가치세, 개별소비세, 주세, 담배소비세) 등 세금을 면제해 물건을 판매하는 상점. 면세점은 사전에 관세청 특허를 받아야 함. 우리가 흔히 말하는 면세점은 '사전면세점'에 해당

재무상태표

(단위: 십억원)

	2014A	2015A	2016F	2017F	2018F
유동자산	823	1,024	1,154	1,269	1,381
현금성자산	187	326	353	413	439
매출채권및기타채권	117	147	160	177	188
재고자산	494	471	550	590	668
비유동자산	1,084	1,153	1,245	1,242	1,248
투자자산	345	383	438	424	408
유형자산	704	736	768	777	796
무형자산	33	30	34	36	39
자산총계	1,907	2,177	2,399	2,511	2,629
유동부채	435	583	720	715	700
매입채무및기타채무	331	328	357	377	389
단기차입금및단기사채	0	10	20	30	40
유동성장기부채	0	150	200	180	170
비유동부채	742	850	912	962	993
사채	599	698	738	778	798
장기차입금및금융부채	0	0	0	0	0
부채총계	1,177	1,433	1,631	1,677	1,693
지배주주지분	730	744	768	834	937
자본금	200	200	200	200	200
자본잉여금	197	197	197	197	197
기타자본	(4)	(4)	(4)	(4)	(4)
이익잉여금	344	355	370	427	520
비지배주주지분	0	0	0	0	0
자본총계	730	744	768	834	937

현금흐름표

(단위: 십억원)

	2014A	2015A	2016F	2017F	2018F
영업활동현금흐름	122	122	99	103	86
당기순이익	73	18	28	70	110
유형자산감가상각비	52	63	64	65	65
무형자산상각비	12	11	12	13	13
자산부채변동	(62)	5	(8)	(40)	(92)
기타	47	25	3	(5)	(10)
투자활동현금흐름	(141)	(204)	(159)	(60)	(63)
유형자산투자	(130)	(111)	(101)	(78)	(89)
유형자산매각	2	5	5	5	5
투자자산순증	(8)	(99)	(46)	28	36
무형자산순증	(5)	1	(16)	(15)	(16)
기타	0	0	(1)	0	1
재무활동현금흐름	(20)	220	87	17	3
자본의증가	0	0	0	0	0
차입금의순증	9	259	100	30	20
배당금지급	(6)	(14)	(14)	(13)	(13)
기타	(23)	(25)	1	0	(4)
기타현금흐름	(0)	1	0	0	0
현금의증가	(39)	139	27	60	26

주: K-IFRS (연결) 기준

손익계산서

(단위: 십억원)

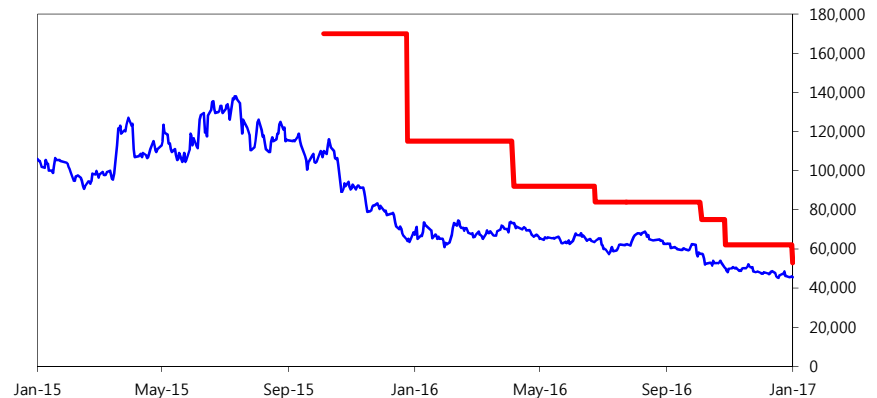
	2014A	2015A	2016F	2017F	2018F
매출액	2,909	3,252	3,715	3,931	4,177
매출원가	0	1,762	2,038	2,151	2,277
매출총이익	2,909	1,490	1,677	1,780	1,900
판매관리비	2,770	1,412	1,599	1,663	1,737
영업이익	139	77	79	118	163
금융수익	16	12	21	18	18
이자수익	16	12	21	18	18
금융비용	26	30	41	32	27
이자비용	26	30	41	32	27
기타영업외손익	(15)	(15)	(6)	(1)	3
관계기업관련손익	0	0	(1)	5	12
세전계속사업이익	114	44	52	108	168
법인세비용	40	26	25	38	58
연결당기순이익	73	18	28	70	110
지배주주지분순이익	73	18	28	70	110
기타포괄이익	(16)	9	9	9	9
총포괄이익	57	28	37	79	120
지배주주지분포괄이익	57	28	37	79	120
EBITDA	203	151	155	195	241

주요 투자지표

	2014A	2015A	2016F	2017F	2018F
주당지표(원)					
EPS	1,866	469	729	1,852	2,916
BPS	18,348	18,697	19,293	20,947	23,511
DPS	350	350	350	350	450
성장성(%, YoY)					
매출증가율	26.6	11.8	14.3	5.8	6.2
영업이익증가율	60.5	(44.5)	2.4	48.9	38.4
순이익증가율	579.8	(74.8)	50.6	151.9	57.4
EPS증가율	581.0	(74.9)	55.5	154.1	57.4
EBITDA증가율	47.3	(25.5)	2.3	25.9	24.0
수익성(%)					
영업이익률	4.8	2.4	2.1	3.0	3.9
순이익률	2.5	0.6	0.7	1.8	2.6
EBITDA Margin	7.0	4.6	4.2	5.0	5.8
ROA	4.1	0.9	1.2	2.9	4.3
ROE	10.4	2.5	3.7	8.8	12.5
배당수익률	0.4	0.5	0.7	0.8	1.0
배당성향	18.8	74.7	47.7	18.9	15.5
안정성					
순차입금(십억원)	411	532	604	575	569
차입금/자본총계비율(%)	82.0	115.4	124.8	118.5	107.6
Valuation(X)					
PER	49.0	164.8	66.0	24.9	15.8
PBR	5.0	4.1	2.5	2.2	2.0
EV/EBITDA	19.9	23.8	16.2	12.3	10.0

투자의견 및 목표주가 변경내역

종목(코드번호)	제시일자	투자의견	목표주가
호텔신라(008770)	2015.10.30	매수	170,000 원
	2016.01.19	매수	115,000 원
	2016.05.01	매수	92,000 원
	2016.07.19	매수	84,000 원
	2016.10.30	매수	75,000 원
	2016.11.22	매수	62,000 원
	2017.01.26	매수	53,000 원



■ Compliance notice

- 당사는 2017년 1월 26일 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 시장 지수 대비 주가등락 기준임

- 매 수 : 시장 지수 대비 15%p 이상의 주가 상승 예상
- 중 립 : 시장 지수 대비 -15~15%p의 주가 등락 예상
- 비중축소 : 시장 지수 대비 15%p 이상의 주가 하락 예상
- 중립 및 비중축소 의견은 목표가 미제시

■ 투자등급 비율 (2016.12.31 기준)

매 수	중 립	비중축소(매도)
77.6%	21.1%	1.3%

※최근 1년간 공표한 유니버스 종목 기준

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

- 비중확대 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중보다 높이 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.