

## 호텔신라(008770)

Above

In line

Below

## 매수(유지)

목표주가: 74,000원(상향)

## Stock Data

KOSPI(7/25)	2,440
주가(7/25)	60,500
시가총액(십억원)	2,375
발행주식수(백만)	39
52주 최고/최저가(원)	68,900/42,800
일평균거래대금(6개월, 백만원)	28,712
유동주식비율/외국인지분율(%)	77.6/15.2
주요주주(%)	삼성생명보험 외 5인 16.9
국민연금	12.2

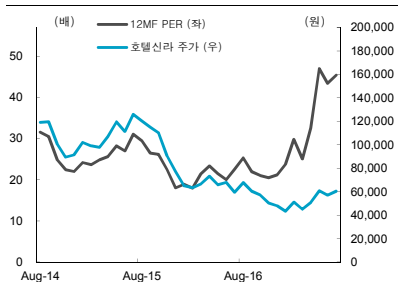
## Valuation 지표

	2016A	2017F	2018F
PER(x)	66.0	81.3	23.0
PBR(x)	2.5	3.1	2.8
ROE(%)	4.0	4.2	13.8
DY(%)	0.7	0.3	0.7
EV/EBITDA(x)	14.5	19.1	12.0
EPS(원)	729	744	2,628
BPS(원)	19,150	19,626	21,732

## 주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	9.0	31.4	(2.7)
상대주가(%)	6.4	13.3	(24.0)

## 12MF PER 추이



자료: WISEfn 컨센서스

## 개선 가능성이 더 큰 시점

## What's new : 컨센서스를 상회하며 수익성 방어

2분기 연결 매출액은 8,997억원, 영업이익은 173억원으로 전년동기대비 각각 5.7%, 7.9% 줄었으나 컨센서스와 우리 추정치를 크게 상회했다. 2분기 중국인 방문객이 65.7% 급감했음에도 불구하고 객단가 상승 등에 힘입어 국내 면세점 실적 감소폭은 적었고, 비용 통제 등으로 수익성도 선방했다. 호텔&레저 부문의 외형과 이익 증가도 예상보다 컸다. 연결 영업이익률은 호텔&레저 사업 부문의 수익성 향상으로 1.9%로 0.05%p 하락에 그쳤다. 본사 매출액과 영업이익은 각각 7,497억원(-8.7% YoY), 245억원(-19.3% YoY)을 기록해 영업이익률은 3.3%로 전년동기대비 0.4% 하락했지만 전분기대비는 1.7%p 높아졌다.

## Positives : 전 부문 예상보다 견조한 수익성 실현

국내 면세점 매출액은 27.9억달러로 전년동기대비 6.7% 증가했다. 면세점 방문객수는 감소했으나 씬스미가 큰 보따리상(파이공) 매출이 늘었다. 사업자 증가에 따른 점유율 하락으로 본사 면세점 매출은 11% 감소했지만 우려보다 견조했다. 알선수수료가 크게 줄어 비용 감소 효과가 나타났다. 단체관광객 매출액 감소로 절대 규모가 줄었고 업체간 경쟁 완화로 수수료율도 낮아졌다. 알선수수료는 508억원(-20.3% YoY)으로 시내면세점 매출액 대비 10.5%로 전분기(13.1%)와 전년동기(11.8%)대비 하락했다. 시내면세점 영업이익률은 5%로 추정된다. 호텔&레저 부문 수익성 호전이 돋보였다. 별도 영업이익은 72억원으로 173% 증가했고 연결 실적도 신라스테이 이익 증가 등으로 91억원으로 168% 늘었다.

## Negatives : 창이공항 면세점 적자 지속

창이공항 면세점 영업손실은 77억원 수준으로 추정돼 전년동기대비(-118억원)는 축소됐지만 적자는 지속됐다. 2분기 창이공항점 매출액은 1,311억원으로 10.6% 증가했다. 단기 흑자전환을 기대하긴 어렵지만 외형 성장을 지속하며 전년대비 적자폭을 축소하고 있어 긍정적이다. 금년 창이공항점 적자는 244억원으로 전년 371억원 대비 줄어들 것이다.

## 결론 : 나아질 가능성이 더 큰 시점, 목표주가 74,000원으로 상향

목표주가를 74,000원으로 기존대비 39.6% 상향한다. 목표주가는 이익 개선이 가시화되는 2018년 EPS에 목표 PER 28배를 적용했다. 중국인 관광객 감소에 따른 외형 부진에도 알선수수료가 줄며 수익성을 방어하고 있고 호텔과 레저 사업부문의 수익성 향상이 가속화될 전망이다. 중국인 관광객 회복과 수익성 호전에 따른 턴어라운드 프리미엄을 받을 수 있을 것이다. 주가를 누르고 있던 경쟁심화와 중국인 관광객 감소 우려는 1) 최근 업계 자연 구조조정이 나타나고 있고, 2) 월간 방문 중국인 감소폭 추가 확대 가능성이 제한적인 것으로 보여 개선 가능성이 더 큰 시점이다.

(단위: 십억원, %, %p)

	2Q17P				증감률		2017F	
	추정	실적	차이	컨센서스	QoQ	YoY	당사	컨센서스
매출액	735	900	22.4	846	(11.9)	(5.7)	3,814	3,794
영업이익	(3)	17	NM	3	72.8	(7.9)	64	51
영업이익률	(0.4)	1.9	2.3	0.4	0.9	(0.0)	1.7	1.4
세전이익	(5)	7	NM	(5)	33.2	(21.9)	49	30
순이익	(3)	3	NM	(1)	10.1	5.1	28	19

&lt;표 1&gt; 2Q17 실적 review

(단위: 십억원, %, %p)

	2Q16	1Q17	2Q17	QoQ	YoY	KIS	차이	컨센서스	차이
매출액	954.1	1,021.1	899.7	(11.9)	(5.7)	735.3	22.4	846.2	6.3
영업이익	18.7	10.0	17.3	72.8	(7.9)	(2.6)	NM	3.2	439.4
영업이익률	2.0	1.0	1.9	0.9	(0.0)	(0.4)	2.3	0.4	1.5
세전이익	9.0	5.3	7.1	33.2	(21.9)	(5.3)	NM	(5.3)	(233.2)
순이익	2.8	2.7	3.0	10.1	5.1	(2.7)	NM	(0.9)	(430.4)

자료: 호텔신라, FnGuide, 한국투자증권

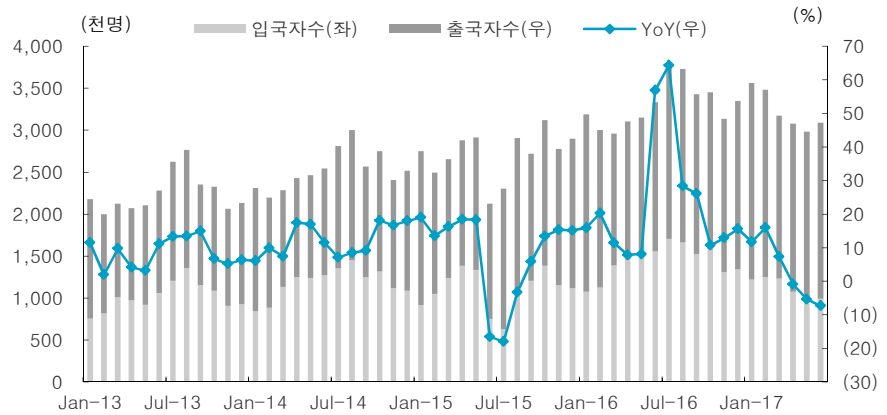
&lt;표 2&gt; 분기 실적 추이와 전망

(단위: 십억원, %)

	1Q15	2Q15	3Q15	4Q15	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17	3Q17F	4Q17F
매출액	828.5	844.7	730.9	847.6	888.9	954.1	937.7	934.6	1,021.1	899.7	904.7	988.6
면세유통(TR)	756.1	776.2	641.7	757.2	807.2	861.2	832.3	835.6	927.1	790.0	791.3	881.7
본사	654.8	662.3	521.5	636.5	675.2	736.4	702.2	703.4	787.6	658.9	653.9	732.4
창이공항점	93.5	100.9	116.1	117.0	124.1	118.5	124.4	129.4	134.7	131.1	132.5	139.1
호텔&레저	77.6	78.0	98.2	90.5	91.0	101.7	113.7	104.3	94.0	109.7	120.4	111.4
영업이익	33.6	29.4	2.8	11.3	19.3	18.7	25.3	15.6	10.0	17.3	21.8	15.1
면세유통(TR)	43.0	31.7	2.0	14.5	27.0	16.0	18.5	17.3	16.8	8.2	11.4	14.7
본사	58.0	45.4	15.9	27.1	35.0	27.7	27.9	25.2	21.4	17.3	17.2	21.0
창이공항점	(14.9)	(13.7)	(13.9)	(12.6)	(8.0)	(11.8)	(9.5)	(7.9)	(4.6)	(7.7)	(5.8)	(6.3)
호텔&레저	(9.4)	(2.3)	0.8	(3.2)	(8.5)	3.4	6.9	(1.7)	(6.9)	9.1	10.4	0.4
영업이익률	4.1	3.5	0.4	1.3	2.2	2.0	2.7	1.7	1.0	1.9	2.4	1.5
면세유통(TR)	5.7	4.1	0.3	1.9	3.3	1.9	2.2	2.1	1.8	1.0	1.4	1.7
호텔&레저	(12.1)	(3.0)	0.8	(3.4)	(9.3)	3.3	6.1	(1.6)	(7.3)	8.3	8.6	0.4
세전이익	23.3	26.0	(6.6)	1.3	19.5	9.0	18.1	5.8	5.3	7.1	21.5	15.1
순이익	15.5	15.2	(9.9)	(2.4)	12.6	2.8	10.8	1.6	2.7	3.0	13.1	9.4
YoY												
매출액	39.5	19.1	(7.7)	4.2	7.3	13.0	28.3	10.3	14.9	(5.7)	(3.5)	5.8
면세유통(TR)	44.2	21.6	(9.7)	2.8	6.8	11.0	29.7	10.4	14.9	(8.3)	(4.9)	5.5
본사	27.2	5.7	(25.5)	(3.4)	3.1	11.2	34.6	10.5	16.6	(10.5)	(6.9)	4.1
창이공항점	1,935.8	1,385.7	1,438.9	64.6	32.8	17.4	7.2	10.5	8.5	10.6	6.5	7.5
호텔&레저	8.6	6.6	20.7	16.9	17.3	30.3	15.7	9.9	3.4	7.9	6.0	6.8
영업이익	54.7	(10.6)	(95.1)	(57.5)	(42.6)	(36.3)	793.4	38.5	(48.2)	(7.9)	(14.0)	(3.3)
면세유통(TR)	45.5	(5.5)	(96.4)	(53.0)	(37.3)	(49.7)	839.0	19.2	(37.6)	(48.6)	(38.4)	(15.1)
본사	90.8	30.5	(71.7)	(58.1)	(39.6)	(39.0)	75.7	(7.0)	(38.8)	(37.6)	(38.5)	(16.7)
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)	(적지)	166.8	50.2	(흑전)
영업이익률	0.4	(1.2)	(6.9)	(1.9)	(1.9)	(1.5)	2.3	0.3	(1.2)	(0.0)	(0.3)	(0.1)
면세유통(TR)	0.0	(1.2)	(7.4)	(2.3)	(2.3)	(2.2)	1.9	0.2	(1.5)	(0.8)	(0.8)	(0.4)
호텔&레저	(적지)	(적지)	(76.1)	(적지)	(적지)	(흑전)	617.6	(적지)	(적지)	147.3	41.7	(흑전)
세전이익	51.6	(10.1)	(적전)	(93.3)	(16.4)	(65.2)	(흑전)	354.0	(72.8)	(21.9)	18.8	162.1
순이익	34.5	(27.8)	(적전)	(적전)	(18.8)	(81.4)	(흑전)	(흑전)	(78.6)	5.1	21.5	491.7

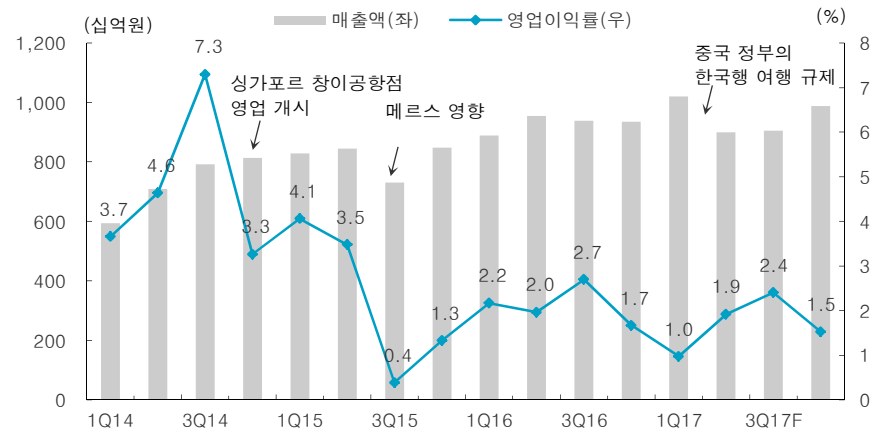
자료: 호텔신라, 한국투자증권

[그림 1] 월간 출입국자수 추이



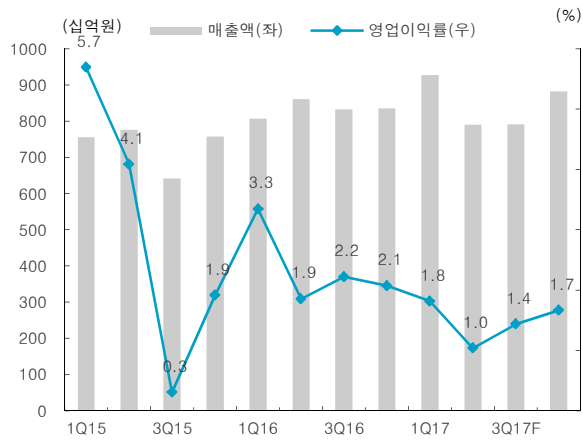
자료: 호텔신라, 한국투자증권

[그림 2] 매출액과 영업이익률



자료: 호텔신라, 한국투자증권

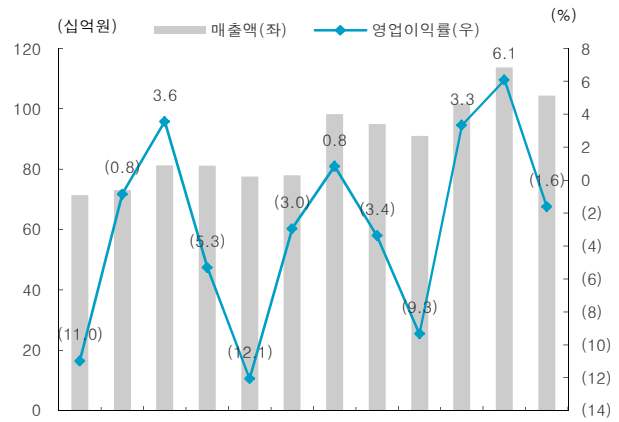
[그림 3] 면세유통(TR) 부문 매출액과 영업이익률



주: 연결기준

자료: 호텔신라, 한국투자증권

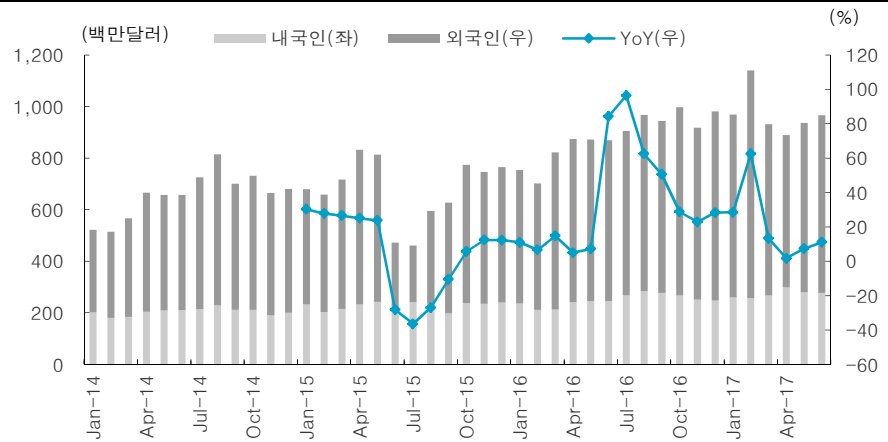
[그림 4] 호텔&amp;레저 부문 매출액과 영업이익률



주: 연결기준

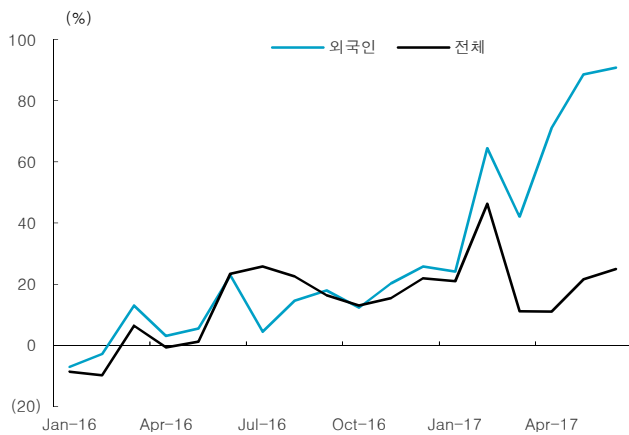
자료: 호텔신라, 한국투자증권

[그림 5] 월간 국내 면세점 매출액 추이



자료: 업계 자료, 한국면세점협회, 한국투자증권

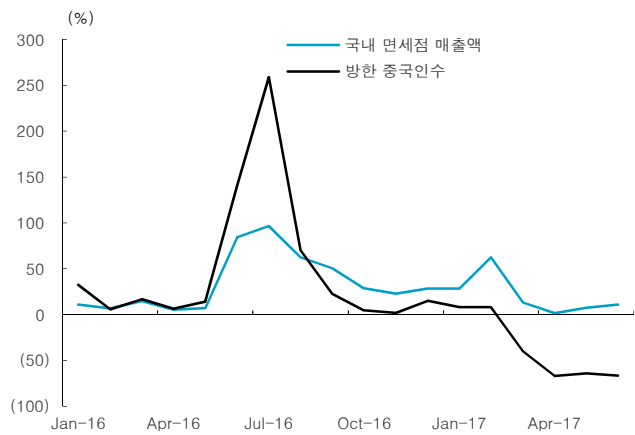
[그림 6] 국내 면세점 ASP 상승률 추이



주: 면세점 ASP는 시장 기준

자료: 업계 자료, 한국면세점협회, 한국투자증권

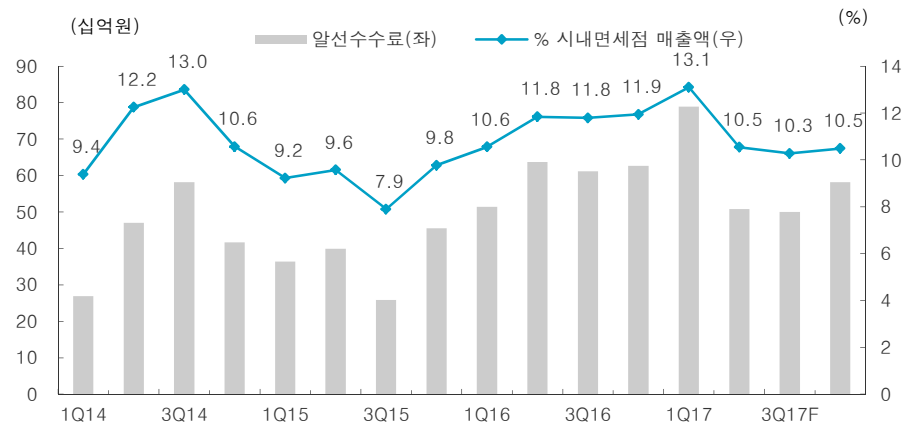
[그림 7] 국내 면세점 매출액과 방한 중국인수 증가율 비교



주: 국내 면세점은 시장 기준

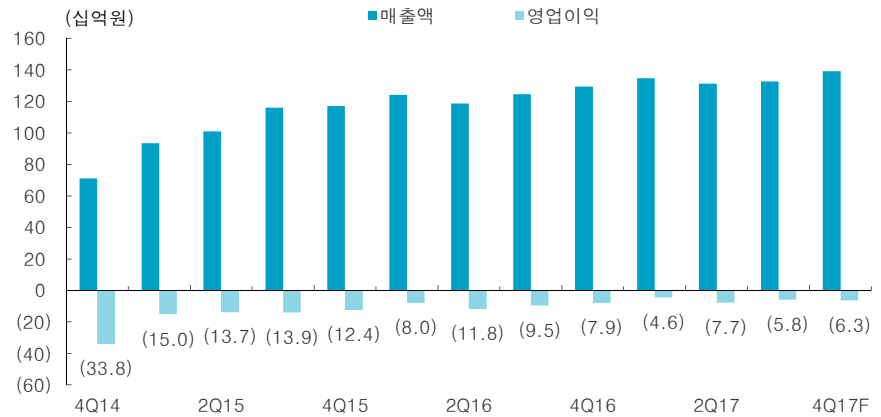
자료: 업계 자료, 한국면세점협회, 한국투자증권

[그림 8] 분기 알선수수료와 시내 면세점 매출액 대비 비중



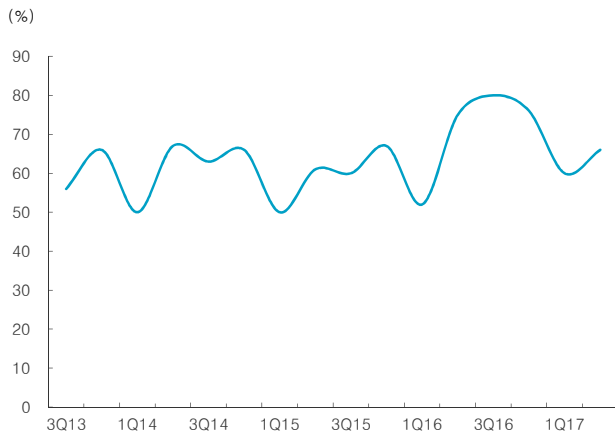
자료: 호텔신라, 한국투자증권

[그림 9] 창이공항 면세점 매출액과 영업이익



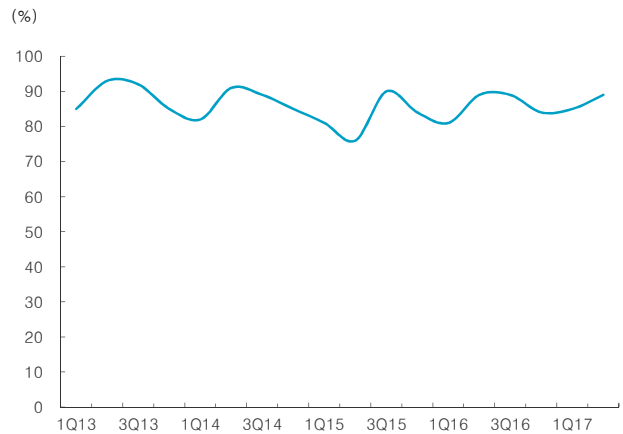
자료: 호텔신라, 한국투자증권

[그림 10] 서울 호텔 분기 투숙률



자료: 호텔신라, 한국투자증권

[그림 11] 제주 호텔 분기 투숙률



자료: 호텔신라, 한국투자증권

&lt;표 3&gt; 연간 실적 추이와 전망

(단위: 십억원)

	2013	2014	YoY	2015	YoY	2016	YoY	2017F	YoY	2018F	YoY
매출액	2,297.0	2,909.0	26.6%	3,251.7	11.8%	3,715.3	14.3%	3,814.2	2.7%	4,588.1	20.3%
면세유통(TR)	2,086.4	2,609.6	25.1%	2,931.1	12.3%	3,336.3	13.8%	3,390.1	1.6%	4,111.5	21.3%
본사	2,066.3	2,500.1	21.0%	2,475.1	(1.0%)	2,817.1	13.8%	2,832.8	0.6%	3,203.8	13.1%
창이공항	8.0	90.0	1024.5%	427.5	374.8%	496.5	16.1%	537.4	8.2%	558.7	4.0%
호텔&레저	216.0	307.2	42.2%	348.8	13.5%	410.6	17.7%	435.6	6.1%	486.9	11.8%
영업이익	86.6	139.0	60.5%	77.2	(44.5%)	79.0	2.4%	64.1	(18.8%)	143.4	123.7%
면세유통(TR)	96.3	149.0	54.7%	91.2	(38.7%)	78.7	(13.7%)	51.1	(35.1%)	99.7	95.0%
본사	99.4	186.1	87.2%	146.4	(21.3%)	115.9	(20.9%)	76.9	(33.7%)	117.9	53.4%
창이공항	0.0	(33.8)	(적지)	(55.2)	(적지)	(37.1)	(적지)	(24.4)	(적지)	(13.7)	(적지)
호텔&레저	(9.7)	(9.9)	(적지)	(14.0)	(적지)	0.1	(흑전)	13.0	9841.1%	43.8	236.6%
영업이익률	3.8	4.8	1.0%p	2.4	(2.4%p)	2.1	(0.2%p)	1.7	(0.4%p)	3.1	1.4%p
면세유통(TR)	4.6	5.7	1.1%p	3.1	(2.6%p)	2.4	(0.8%p)	1.5	(0.9%p)	2.4	0.9%p
호텔&레저	4.8	7.4	2.6%p	5.9	(1.5%p)	4.1	(1.8%p)	2.7	(1.4%p)	3.7	1.0%p
세전이익	16.0	113.8	610.1%	44.0	(61.3%)	52.4	19.2%	49.0	(6.5%)	157.7	221.9%
순이익	10.8	73.5	579.8%	18.5	(74.8%)	27.8	50.6%	28.2	1.3%	99.4	252.8%

자료: 호텔신라, 한국투자증권

&lt;표 4&gt; 실적 추정 변경

(단위: 십억원)

	2017F			2018F		
	변경전	변경후	%	변경전	변경후	%
매출액	3,688.3	3,814.2	3.4%	4,120.9	4,588.1	11.3%
영업이익	59.4	64.1	7.9%	126.9	143.4	13.1%
영업이익률	1.6	1.7	0.1%p	3.1	3.1	0.0%p
세전이익	51.3	49.0	(4.4%)	131.7	157.7	19.8%
순이익	34.0	28.2	(17.2%)	80.8	99.4	23.0%

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, 휘트니스센터 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. 흔히 말하는 면세점은 '사전면세점'에 해당

## 재무상태표

(단위: 십억원)

	2015A	2016A	2017F	2018F	2019F
유동자산	1,024	1,079	1,198	1,478	1,601
현금성자산	326	347	400	482	522
매출채권및기타채권	147	201	172	206	224
재고자산	471	471	572	734	795
비유동자산	1,153	962	941	961	1,000
투자자산	383	204	171	160	173
유형자산	736	707	718	738	759
무형자산	30	48	49	59	64
자산총계	2,177	2,041	2,139	2,439	2,601
유동부채	583	740	778	966	996
매입채무및기타채무	328	511	524	617	668
단기차입금및단기사채	10	53	95	138	181
유동성장기부채	150	100	80	70	50
비유동부채	850	639	681	709	733
사채	698	599	639	659	679
장기차입금및금융부채	0	0	0	0	0
부채총계	1,433	1,379	1,459	1,675	1,729
지배주주지분	744	662	681	765	872
자본금	200	200	200	200	200
자본잉여금	197	197	197	197	197
기타자본	(4)	(104)	(104)	(104)	(104)
이익잉여금	355	371	392	476	583
비지배주주지분	0	0	0	0	0
자본총계	744	662	681	765	872

## 현금흐름표

(단위: 십억원)

	2015A	2016A	2017F	2018F	2019F
영업활동현금흐름	122	121	55	134	123
당기순이익	18	28	28	99	124
유형자산감가상각비	63	61	60	61	61
무형자산상각비	11	14	18	21	23
자산부채변동	5	(23)	(49)	(38)	(72)
기타	25	41	(2)	(9)	(13)
투자활동현금흐름	(204)	148	(56)	(90)	(109)
유형자산투자	(111)	(67)	(71)	(82)	(82)
유형자산매각	5	0	0	0	0
투자자산순증	(99)	183	34	23	1
무형자산순증	1	1	(19)	(31)	(28)
기타	0	31	0	0	0
재무활동현금흐름	220	(245)	55	38	26
자본의증가	0	0	0	0	0
차입금의순증	259	(107)	63	53	43
배당금지급	(14)	(14)	(13)	(8)	(15)
기타	(25)	(124)	5	(7)	(2)
기타현금흐름	1	(3)	0	0	0
현금의증가	139	21	54	81	40

주: K-IFRS (연결) 기준

## 손익계산서

(단위: 십억원)

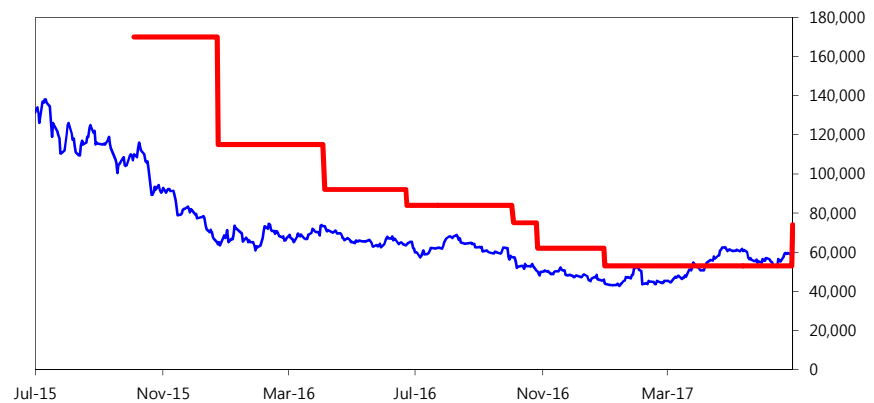
	2015A	2016A	2017F	2018F	2019F
매출액	3,252	3,715	3,814	4,588	4,968
매출원가	1,762	2,040	2,134	2,561	2,773
매출총이익	1,490	1,676	1,680	2,027	2,195
판매관리비	1,412	1,597	1,616	1,884	2,026
영업이익	77	79	64	143	169
금융수익	12	22	10	12	14
이자수익	12	15	10	12	14
금융비용	30	32	20	20	19
이자비용	30	32	20	20	19
기타영업외손익	(15)	(16)	(8)	10	12
관계기업관련손익	0	0	3	12	14
세전계속사업이익	44	52	49	158	190
법인세비용	26	25	21	58	65
연결당기순이익	18	28	28	99	124
지배주주지분순이익	18	28	28	99	124
기타포괄이익	9	4	(2)	0	0
총포괄이익	28	32	27	99	124
지배주주지분포괄이익	28	32	27	99	124
EBITDA	151	153	142	225	253

## 주요 투자지표

	2015A	2016A	2017F	2018F	2019F
주당지표(원)					
EPS	469	729	744	2,628	3,285
BPS	18,697	19,150	19,626	21,732	24,413
DPS	350	350	200	400	450
성장성(%, YoY)					
매출증가율	11.8	14.3	2.7	20.3	8.3
영업이익증가율	(44.5)	2.4	(18.8)	123.7	17.8
순이익증가율	(74.8)	50.6	1.3	252.8	25.0
EPS증가율	(74.9)	55.4	2.1	253.2	25.0
EBITDA증가율	(25.5)	1.5	(7.5)	58.8	12.3
수익성(%)					
영업이익률	2.4	2.1	1.7	3.1	3.4
순이익률	0.6	0.7	0.7	2.2	2.5
EBITDA Margin	4.6	4.1	3.7	4.9	5.1
ROA	0.9	1.3	1.3	4.3	4.9
ROE	2.5	4.0	4.2	13.8	15.2
배당수익률	0.5	0.7	0.3	0.7	0.7
배당성향	74.7	47.7	27.0	15.3	13.7
안정성					
순차입금(십억원)	532	404	413	384	387
차입금/자본총계비율(%)	115.4	113.6	119.6	113.4	104.3
Valuation(X)					
PER	164.8	66.0	81.3	23.0	18.4
PBR	4.1	2.5	3.1	2.8	2.5
EV/EBITDA	23.8	14.5	19.1	12.0	10.6

## 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
	2017.07.26	매수	74,000 원



## ■ Compliance notice

- 당사는 2017년 7월 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 (2017.6.30 기준)

매 수	중 립	비중축소(매도)
78.9%	20.3%	0.9%

※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 결정에 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.