

20180430

S K
C O M P A N Y
A N A L Y S I S

호텔신라(008770KS)

면세점이란 이런 사업: 규모의 경제가 핵심

유통·레저, 손윤경 CFA, 3773-8477

R.A. 전영현, 3773-9181



SK COMPANY Analysis



Analyst
손윤경, CFA
skcase1976@sk.com
02-3773-8477



R.A.
전영현
yj6752@sk.com
02-3773-9181

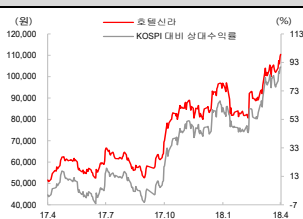
Company Data

자본금	2,000 억원
발행주식수	4,000 만주
자사주	215 만주
액면가	5,000 원
시가총액	43,369 억원
주요주주	
삼성생명보험(주)(외4)	17.24%
국민연금공단	12.01%
외국인지분률	28.70%
배당수익률	0.30%

Stock Data

주가(18/04/27)	110,500 원
KOSPI	2492.4 pt
52주 Beta	1.07
52주 최고가	110,500 원
52주 최저가	50,800 원
60일 평균 거래대금	374 억원

주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	18.1%	16.1%
6개월	57.6%	57.9%
12개월	114.2%	89.8%

호텔신라 (008770/KS | 매수(유지) | T.P 155,000 원(상향))

면세점이란 이런 사업: 규모의 경제가 핵심

1 분기 실적은 면세점의 놀라운 사업성을 확인시켜 줌. 중국인의 구매력이 개선되며 동사의 국내외 면세점 매출이 크게 성장. 이에 따라 수익성도 가파르게 개선. 향후에도 1 분기 추세가 지속될 가능성 높아 보임. 여기에 중국인 관광객의 방한이 본격화될 경우, 호텔사업도 이전과는 다른 실적 추이를 보일 전망. 2014 년 본격적으로 시작한 비즈니스 호텔 '신라스테이'가 11 개점으로 확대되어 있기 때문. 여전히 적극적인 매수 전략을 추천.

1 분기 실적 예상을 크게 상회, 목표주가 155,000 원으로 상향

1 분기 호텔신라의 실적은 면세점 사업의 놀라운 규모의 경제 효과를 증명. 매출액(회계 변경적용 전 매출액 기준)은 당사 예상치 1 조 2,654 억원을 소폭 초과한 1 조 2,922 억 원(yoy +28%)이었으나, 영업이익은 442 억원(yoy +342%)으로 컨센서스 249 억원은 물론, 당사 예상치 327 억원도 크게 상회. 국내 면세점뿐만 아니라 해외 면세점까지 매출이 크게 성장한 것이 가파른 수익성 개선을 이끈 것으로 판단. 국내 시내면세점의 알선 수수료가 하락한 것도 주요 원인.

1 분기 이후에도 국내외 면세점의 고성장은 지속될 전망. 면세점 매출 고성장이 중국의 높은 경제 성장과 위안화 강세로 인한 중국인의 구조적인 구매력 개선에 기초하기 때문. 물론, 1 분기까지 낮아지고 있는 알선수수료율은 롯데면세점의 중국인 관광객 유치에 본격화될 경우, 상승 가능성이 있음. 그러나 당사는 동사 국내외 면세점의 매출이 증가하며 나타나는 규모의 경제 효과가 이를 상쇄하고도 남을 것으로 판단. 이를 반영하여 이익전망을 상향하고 목표주가 역시 기존 125,000 원에서 155,000 원으로 상향.

면세사업의 놀라운 사업성은 검증, 향후 호텔사업의 실적 개선도 기대

면세사업의 놀라운 사업성은 1 분기 실적으로 검증. 여기에 1 분기까지는 이렇다 할 성과를 보이고 있지 못하는 호텔 사업 역시 하반기부터는 의미있는 실적 개선이 기대됨. 2014 년 본격적으로 시작한 비즈니스 호텔 '신라스테이'가 11 개점으로 확대되어 있는데, 하반기부터는 중국인 관광객 회복이 가시화될 수 있을 것이기 때문. 또한 최근 꾸준히 증가하고 있는 일본인 입국자수 역시 동사 호텔사업에 우호적. 2018 년 3 월 일본인 입국자수는 29 만명 수준으로 2016 년부터 꾸준히 증가 중. 3 월의 중국인 입국자수 40 만명과 비교해도 작지 않은 수준.

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	억원	32,517	37,153	40,115	47,735	57,528	67,944
yoy	%	11.8	14.3	8.0	19.0	20.5	18.1
영업이익	억원	772	790	731	2,435	3,366	4,317
yoy	%	-44.5	2.4	-7.5	233.1	38.3	28.3
EBITDA	억원	1,512	1,535	1,445	3,089	3,927	4,800
세전이익	억원	440	524	448	2,310	3,183	4,050
순이익(지배주주)	억원	185	278	253	1,753	2,413	3,070
영업이익률%	%	2.4	2.1	1.8	5.1	5.9	6.4
EBITDA%	%	4.7	4.1	3.6	6.5	6.8	7.1
순이익률	%	0.6	0.8	0.6	3.7	4.2	4.5
EPS	원	462	696	632	4,383	6,032	7,674
PER	배	167.3	69.2	134.3	25.2	18.3	14.4
PBR	배	4.2	2.9	5.1	5.4	4.2	3.3
EV/EBITDA	배	24.0	15.2	26.1	14.9	11.2	8.5
ROE	%	2.5	4.0	3.8	23.5	25.8	25.8
순차입금	억원	5,318	4,044	3,922	2,219	-101	-3,114
부채비율	%	192.6	208.5	236.7	212.2	185.4	161.2

Contents

1. 1분기 실적, 면세점이 어떤 사업인지 보여 줌	3
(1) 1분기 면세점 수익성 가파르게 개선	3
: 규모의 경제 효과가 본격적으로 나타나고 있는 것	
(2) 1분기 면세점 수익성 가파르게 개선	6
: 시내면세점 알선수수료 하락, 추가 하락은 쉽지 않을 수도...	
(3) 목표주가 155,000 원으로 상향	8
2. 면세점 성장의 원천, 중국인 구매력 향상	9
: 면세점 고성장을 담보	
(1) 국내뿐만 아니라 해외 면세점의 가파른 매출 기여	9
(2) 해외 면세점의 호조 역시 중국인 때문	11
: 중국의 구매력 향상 지속, 향후 전망도 밝음	
3. 국내 호텔 사업의 본격적인 실적 기여도 기대	14
(1) 2013년 이후 투자, 지금까지 뚜렷한 성과를 보지 못 했음	14
(2) 중국인 입국자 증가세, 하반기부터 더욱 가팔라질 전망	17
: 호텔사업의 본격적인 이익 기여가 기대	
(3) 호텔사업, 방문객 수가 중요	18
: 일본인 관광객 증가, 면세점 사업과는 차원이 다른 호재	

1. 1분기 실적, 면세점이 어떤 사업인지 보여줌

1분기 호텔신라의 실적은 면세점 사업의 놀라운 규모의 경제 효과를 증명했다. 매출액(회계 변경적용 전 매출액 기준)은 당사 예상치 1 조 2,654 억원을 소폭 초과한 1 조 2,922 억원(yoy +28%)이었으나, 영업이익은 442 억원(yoy +342%)으로 컨센서스 249 억원은 물론, 당사 예상치 327 억원도 크게 상회하였다. 면세점 매출 회복이 가파른 수익성 개선을 동반했기 때문으로 판단한다.

(1) 1분기 면세점 수익성 가파르게 개선

: 규모의 경제 효과가 본격적으로 나타나고 있는 것

사실 동사의 1분기 면세점 매출 호조에 대해서는 투자자들 대부분이 어느 정도는 예상할 수 있었다. 면세점협회에서 면세점 매출 자료가 월별로 공개되기 때문이다. 그러나 면세점 매출 회복에 따른 수익성 회복이 어느 정도까지 가능한지에 대해서는 가늠하지 못해 영업이익 수준에 대한 기대감이 낮았다. 특히, 동사는 국내뿐만 아니라 해외 면세점 사업을 적극적으로 추진하며 비용집행이 많았다. 그로 인해 동사 면세점 사업에 대한 수익성 개선에 대해서는 다소 보수적인 시각을 갖고 있는 투자자들이 많았다.

이번 1분기 실적에서 동사는 국내 면세점뿐만 아니라 해외 면세점에서 매출이 개선되며 예상을 크게 초과하는 수익성 개선을 시현했다. 면세점 사업에서 규모의 경제가 얼마나 중요한지를 다시 한번 보여준 것이다. 이는 동사의 실적에 대한 투자자들의 의구심을 제거하는 계기가 될 것으로 판단한다.

또한 그 동안 동사가 주장해왔던 향수/화장품에 집중한 해외 면세점 사업 확장이 수익성 개선을 동반할 것이라는 부분에 대한 투자자들의 신뢰도 높아질 수 있다는 판단이다. 전년도 하반기부터 실적이 개선되기 시작한 해외 면세점(2018년 1분기 매출 2,400 억원 수준으로 추정)은 주로 싱가포르와 홍콩 공항 면세점인데, 매출의 대부분이 향수/화장품이다. 또한 동사는 인천공항에서도 1청사와 2청사에서 향수/화장품 매출을 큰 규모로 운영하고 있다.

한 분기 매출이 1조원 수준인 동사 면세점 매출의 대부분이 향수/화장품에서 나온다는 것을 추정할 수 있는데, 이는 동사를 아시아권에서 향수/화장품을 가장 많이 구매하는 유통업체로 만들고 있다. 따라서 동사가 공급받는 향수/화장품의 가격은 이전과는 차원이 다르게 경쟁력 있는 수준이 될 가능성이 높다. 또한 이로 인해 개선되는 수익성 역시 동사가 과거에 보여주었던 수익성과는 차원이 다를 전망이다.

호텔신라 실적 전망(2016년부터 신회계기준 적용한 매출)

	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18P	2Q18E	3Q18E	4Q18E	2013년	2014년	2015년	2016년	2017년	2018년E	2019년E	2020년E
매출	8,786	8,003	9,424	8,920	11,255	10,887	12,964	12,629	22,970	28,795	32,517	35,521	35,133	47,735	57,528	67,944
면세유통	7,827	6,906	8,244	7,761	10,137	9,756	11,776	11,463	20,795	26,041	29,181	32,001	30,738	43,133	52,547	62,257
시내	4,765	3,983	5,099	4,752	5,814	5,626	7,230	6,906	11,520	15,127	16,043	15,846	18,599	25,577	31,027	36,393
공항(해외포함)	3,062	2,923	3,145	3,009	4,323	4,130	4,546	4,557	9,275	10,913	13,138	12,574	12,139	17,556	21,520	25,865
호텔레저	706	860	949	928	808	889	952	930	1,649	2,444	2,624	3,165	3,443	3,578	3,954	4,639
서울	301	373	369	409	340	403	399	442	736	1,424	1,376	1,436	1,452	1,583	1,710	1,847
제주	161	199	235	169	164	209	247	177	737	739	713	766	764	797	837	879
스테이 등	244	288	345	350	304	277	307	311	176	281	535	963	1,227	1,198	1,408	1,914
생활레저	253	237	231	231	294	242	236	236	548	607	712	732	952	1,007	1,027	1,048
영업이익	100	173	303	155	442	646	701	646	867	1,395	771	790	731	2,435	3,366	4,317
면세유통	169	82	235	99	476	537	612	573	981	1,502	910	790	585	2,198	3,065	3,945
호텔레저	-69	91	68	56	-34	109	88	73	-237	-205	-270	0	146	236	301	373
2016년부터 생활레저 포함																
생활레저	0	0	0	0	0	0	0	0	122.74	105	131		0	0	0	0
영업이익률	1.1%	2.2%	3.2%	1.7%	3.9%	5.9%	5.4%	5.1%	3.8%	4.8%	2.4%	2.2%	2.1%	5.1%	5.9%	6.4%
면세유통	2.2%	1.2%	2.9%	1.3%	4.7%	5.5%	5.2%	5.0%	4.7%	5.8%	3.1%	2.5%	1.9%	5.1%	5.8%	6.3%
호텔레저	-9.8%	10.6%	7.2%	6.0%	-4.2%	12.3%	9.3%	7.8%	-14.4%	-8.4%	-10.3%	0.0%	4.2%	6.6%	7.6%	8.0%
세전이익	53	71	205	119	415	616	668	610	161	1,143	439	524	448	2,310	3,183	4,050
세전이익률	0.6%	0.9%	2.2%	1.3%	3.7%	5.7%	5.2%	4.8%	0.7%	4.0%	1.4%	1.5%	1.3%	4.8%	5.5%	6.0%
당기순이익	27	30	126	70	317	467	506	462	109	740	184	278	253	1,753	2,413	3,070
지배주주순이익	27	30	126	70	317	467	506	462	109	740	184	278	253	1,753	2,413	3,070

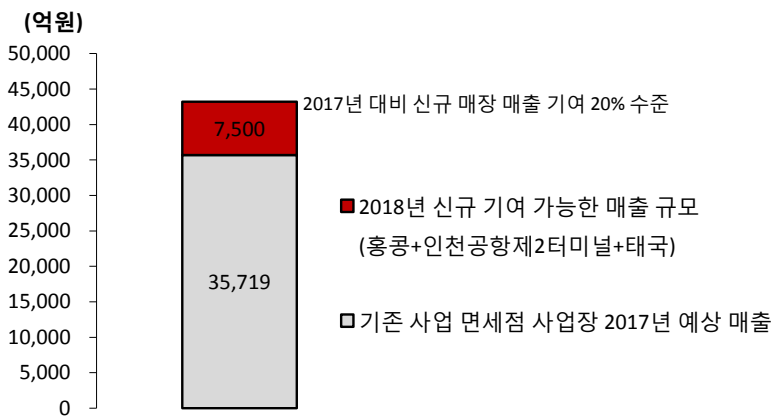
자료: 호텔신라, SK 증권

호텔신라 면세점 사업장 현황

	지분율	오픈시기	전년도 매출 혹은 초년도 매출 예상	비고
해외 면세점				
싱가폴 (향수/화장품 독점)	100%	2013년	5,700억원 (2017년 매출)	계약기간 2019년까지 큰 문제가 없으면 한 번 정도 연장(2026년까지 연장 예상)
홍콩 (향수/화장품 독점, 일부 약세사리)	100%	2018년	3,400억원 (초기 1년 예상 매출)	계약기간 7년 + 1년, 7년간 매출 3조원 예상
태국 푸켓	40%	2017년	900억원 (초기 1년 예상 매출)	시내면세점
일본 시내	20%	2016년	1,600억원 (초기 1년 예상 매출)	시내면세점
국내 면세점				
시내면세점	사업부		2조 3,000억원 (2017년 매출; 서울/제주/인터넷 매출 포함)	
인천공항 면세점				
T1	사업부	2008년	7,500억원 (2017년 매출)	
T2(향수/화장품)	사업부	2018년	2,400억원 (초기 1년간 예상 매출)	
제주공항면세점				
제주공항면세점	사업부	2018년	711억원 (2017년 연간 매출)	
HDC(지분법 평가 대상 법인)	50%	2015년	7,200억원 (2017년 예상)	

자료: 호텔신라 SK 증권 정리
 주: 회계변경 전 매출 기준

호텔신라 면세점 2018년 매출이 성장할 수 밖에 없는 이유



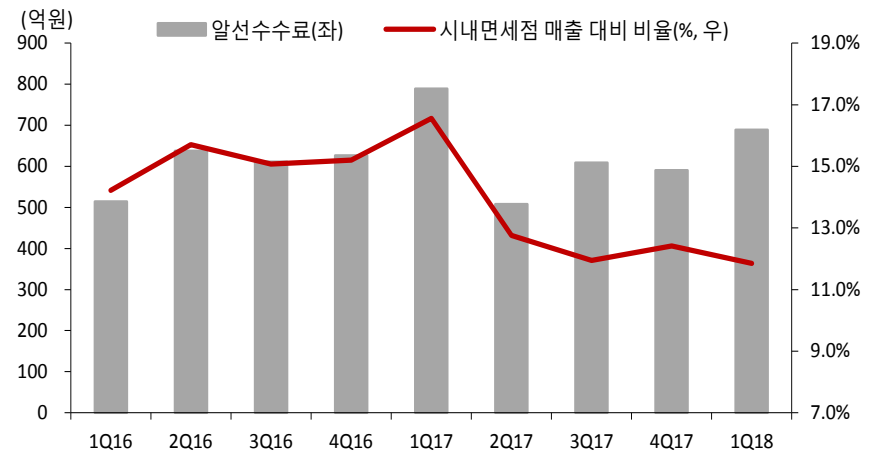
자료: 호텔신라, SK 증권
 주: 회계변경 전 매출 기준

(2) 1분기 면세점 수익성 가파르게 개선

: 시내면세점의 알선수수료 하락, 추가 하락은 쉽지 않을 수도...

한편, 동사의 1분기 실적에서 눈에 띄는 점이 또 하나 있다. 알선수수료율이 하락한 것이다. 시내면세점의 알선수수료율이 하락한 것은 사드 갈등이 본격화되며 중국인 단체 관광객이 감소하기 시작한 2017년 2분기부터다. 알선수수료를 지급할 고객 자체가 없어서 지급하지 않았던 것으로 추정할 수 있다. 따라서 향후 중국인 단체 관광객이 회복되는 국면에서는 알선수수료율의 상승이 불가피해 보인다.

알선수수료 규모 및 시내면세점 매출 대비 알선수수료율 추이(회계변경 후 매출 기준)

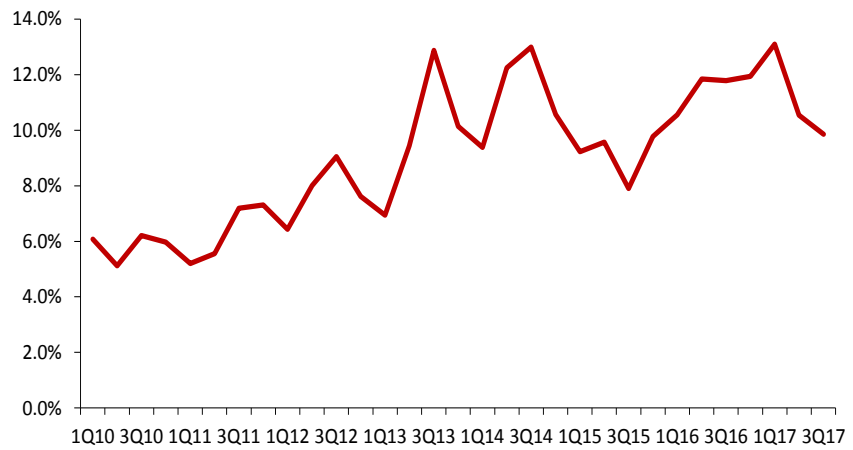


자료: 호텔신라, SK증권

과거에도 면세점의 알선수수료율을 가파르게 상승시킨 것은 고객 유치를 위한 국내 면세점 사업자간 경쟁이었다. 면세점의 알선수수료율이 가파르게 상승한 것은 중국인 입국자가 가파르게 증가하던 2013년과 2014년이다. 중국인의 구매력이 크다는 것이 알려지며 면세점 사업자들이 높은 알선수수료 제공을 통해 중국인 고객을 유치하려는 전략을 수립했기 때문이다. 2015년에는 메르스가 발생하여 중국인 관광객이 감소하였고 이에 따라 알선수수료율 또한 하락하였다. 이후 중국인 관광객 회복이 있었던 2016년에도 알선수수료율은 다시 상승하였다.

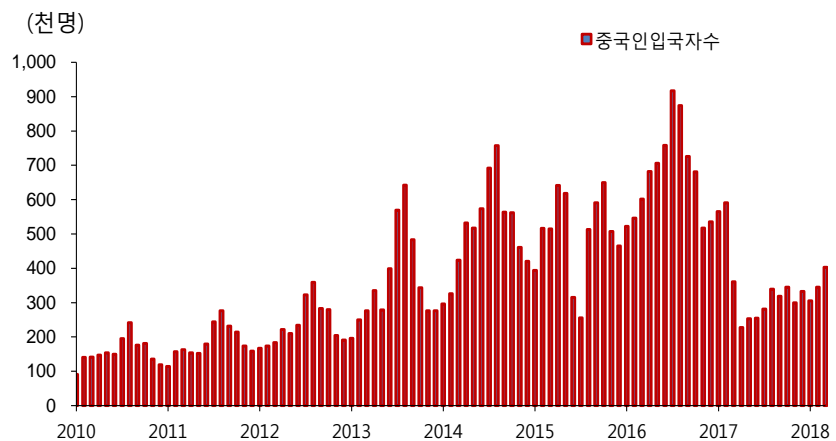
특히, 그 동안 사드 갈등으로 중국에서 관광객 유치 활동이 거의 불가능했던 롯데면세점이 본격적으로 관광객 유치에 돌입할 경우, 경쟁심화로 인해 알선수수료율의 상승폭이 예상보다 커질 수도 있다.

시내면세점 매출 대비 알선수수료율 추이(회계변경 전 매출 기준)



자료: 호텔신라, SK 증권

중국인 입국자수 추이



자료: 호텔신라, SK 증권

(3) 목표주가 155,000 원으로 상향

하지만 국내 시내면세점의 알선수수료를 상승 가능성에도 불구하고, 동사의 해외 면세점 사업이 본격적인 성장 기조에 돌입하여 호텔신라 면세점 전체의 수익성 개선을 이끄는 효과가 더 클 것이라는 점에서 걱정할 사안이 아니다.

또한 1분기까지는 이렇다 할 성과를 보이고 있지 못하는 호텔 사업 역시 중국이 관광객 회복이 가시화될 경우, 이전과는 차원이 다른 실적 기여가 가능할 것이라는 점도 동사의 향후 전망을 밝게 한다.

따라서 1 분기에 시현한 놀라운 실적 수준은 2분기 이후에도 지속될 것이며 중국인 관광객의 회복 속도에 따라 추가 개선 가능성 역시 존재한다. 이를 반영하여 이익전망을 상향하고 목표주가 역시 기존 125,000 원에서 155,000 원으로 상향한다.

호텔신라 목표주가 산정

	2013년	2014년	2015년	2016년	2017년	2018년E	2019년E	2020년E
지배주주순이익(억원)	109	740	184	278	253	1,753	2,413	3,070
Target P/E Multiple(X)						35	30	25
적정 시가총액(억원)						61,367	72,384	76,738
우선주 시가총액(억원)						419		
보통주 적정 시가총액(억원)						60,948		
보통주 주식수(천주)						39,248		
보통주 적정주가(원)						155,288		
보통주 목표주가(원)						155,000		
보통주 시가총액(억원)						60,835		

자료: SK 증권

2. 면세점 성장의 원천, 중국인 구매력 향상 : 면세점 고성장을 담보

(1) 국내뿐만 아니라 해외 면세점의 가파른 매출 기여

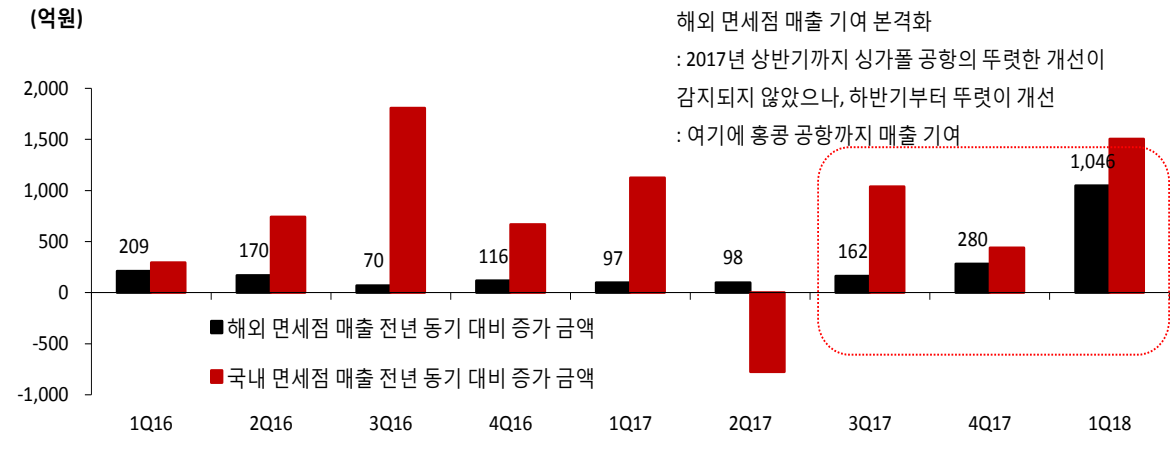
1분기 호텔신라의 국내외 면세점의 실적 호조는 그 동안 당사가 지속적으로 주장하고 있는 중국인의 구매력 향상에 따른 수혜를 증명하고 있다. 당사는 국내 면세점 매출이 중국인 관광객의 회복이 없이도 크게 증가하고 있는 것이 위안화 강세에 따른 중국인의 구매력 향상에 기초하고 있기 때문으로 추정하였다.

이번 동사의 실적을 살펴보면 국내 면세점뿐만 아니라 해외 면세점에서도 매출이 빠르게 증가하고 있는 것을 확인할 수 있다. 이는 현재 면세점의 매출 호조가 단순히 사드 갈등이 해소되며 한국에만 나타나는 현상으로 일회성 개선이 아님을 방증하는 것이다. 따라서 당사는 1분기에 동사가 보여준 국내외 면세점의 놀라운 실적 호조가 중국의 경제 성장 및 위안화 강세 기조와 함께 지속될 것으로 전망한다.

1분기 호텔신라의 해외 면세점 매출은 2,400 억원 수준으로 추정되는데, 이는 전년 대비 76% 증가한 수준이다. 그 동안 해외 면세점의 대부분을 구성했던 싱가포르 공항이 2017년 하반기부터 그 동안의 부진에서 벗어나며 성장을 확대하는 모습을 보인 가운데, 2018년 그랜드 오픈을 한 홍콩 공항이 매출에 기여했기 때문이다.

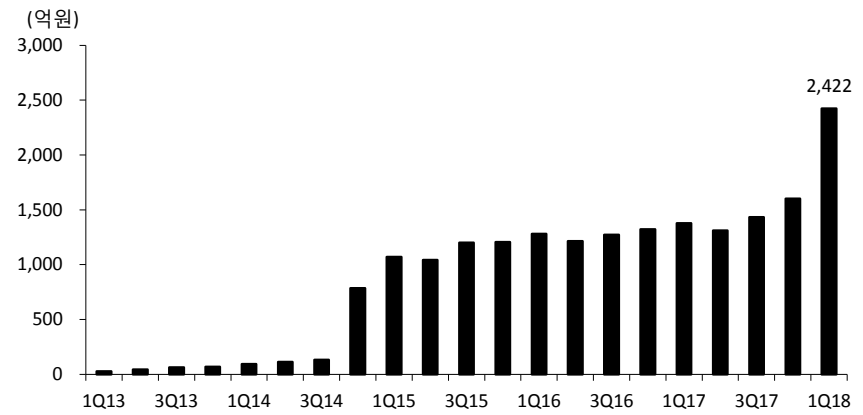
홍콩 공항이 2018년부터 본격적으로 영업을 시작했다는 점을 고려하면, 2017년 하반기부터 싱가포르 공항의 매출이 뚜렷이 증가했음을 알 수 있다. 이러한 추세를 고려할 때, 당사는 2018년 1분기 싱가포르 공항의 매출을 전년 동기 대비 300 억원 증가한 1,600 억원으로 추정한다. 이를 고려하면, 홍콩공항의 매출액은 750 억원 규모로 추정되며, 이는 예상을 소폭 상회하는 추세로 볼 수 있다. 홍콩 공항의 초년도(초기 1년간) 예상 매출액은 3,400 억원으로 규모인데, 초년도는 영업을 안정화되는 기간이므로 매출은 시간이 지나며 추세적으로 증가하는 경향이 있다. 이를 고려하면 홍콩 공항의 1분기 매출액 750 억원은 당초 회사의 목표를 상회하는 수준일 가능성이 높다.

국내 vs 해외 면세점 매출 yoy 증가 금액 추이



자료: SK 증권

해외 면세점 매출 추이 추정



자료: 호텔신라, SK 증권

(2) 해외 면세점의 호조 역시 중국인 때문

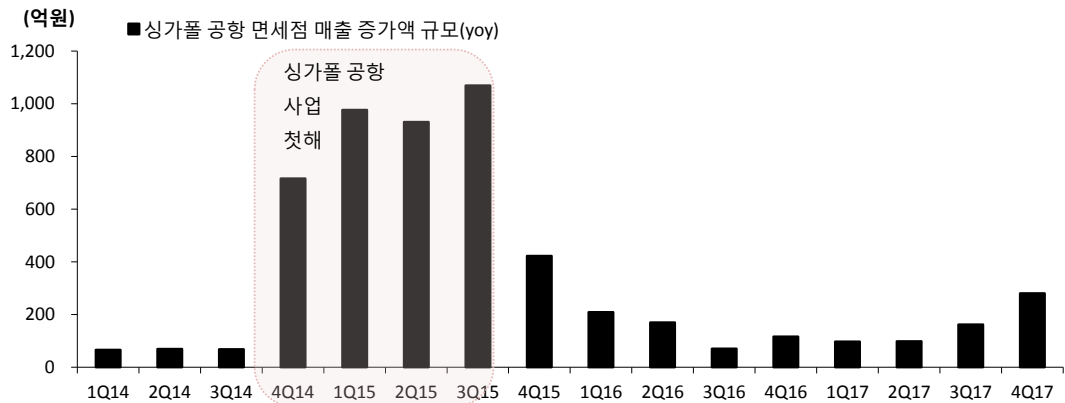
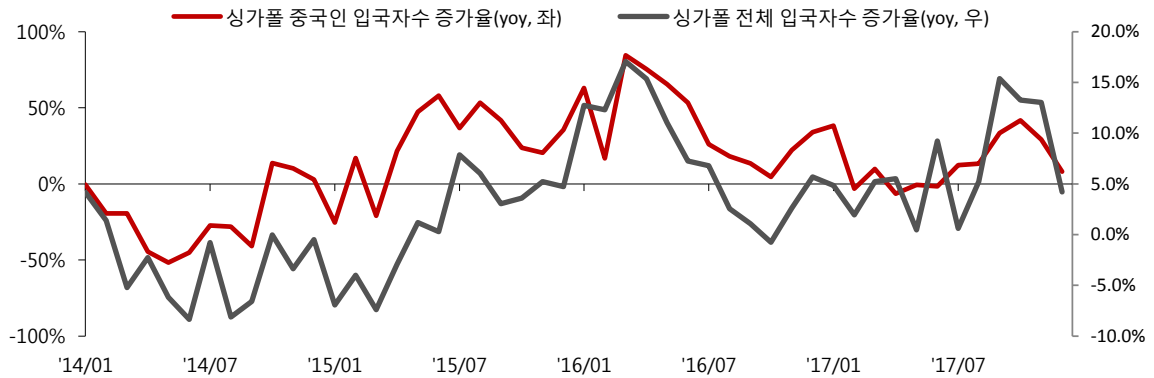
: 중국의 구매력 향상 지속, 향후 전망도 밝음

싱가폴 면세점의 매출액 증가폭을 싱가포르의 중국인 입국자수 증가율 혹은 전체 입국자수 증가율과 비교해보면 대체로 유사한 모습이다. 즉 중국인 관광객의 증가가 싱가포르 전체의 관광객 증가율을 설명하고, 이는 다시 싱가포르 면세점 매출을 설명하는 것을 알 수 있다. 결국, 중국인 관광객의 증가 여부가 싱가포르 면세점의 실적 개선 가능성을 설명하는 것이라 할 수 있다.

오픈 초기 매출이 기대에 충분히 부합하는 수준인 것으로 추정되는 홍콩 공항 매출 역시 중국인 관광객의 증가가 원인인 것으로 판단된다. 2016년까지 중국인 관광객이 가파르게 감소했던 홍콩 역시 2017년부터는 소폭 증가하기 시작했다. 2018년 2월까지의 누적 중국인 관광객은 851 만명으로 전년보다 13.6% 성장해 홍콩으로 입국하는 중국인 역시 증가를 지속하고 있음을 확인할 수 있다.

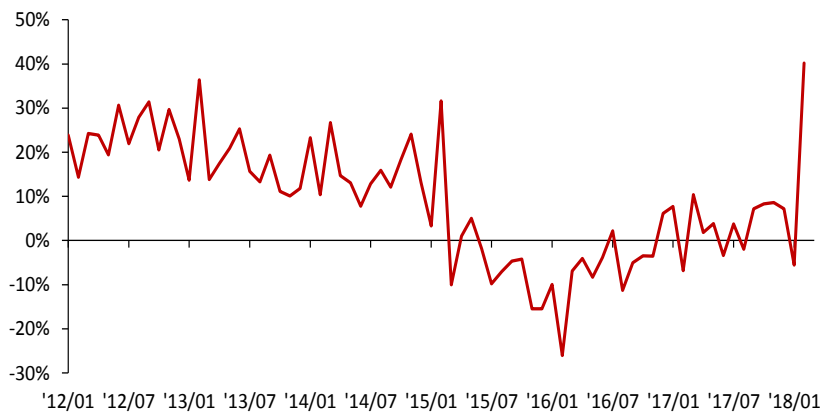
싱가폴, 홍콩뿐만 아니라 주요 아시아 국가에서 중국인 관광객은 2017년 하반기부터 증가세가 강화되고 있다. 위안화 강세로 구매력이 높아진 중국인들의 해외 여행 수요가 증가하고 있는 것으로 추정할 수 있다. 여기에 연간 6%에 이르는 경제 성장과 내수 활성화를 추구하는 중국 입장에서 위안화 가치를 하락시키는 의사결정을 하지는 않을 것으로 판단된다. 따라서 위안화 강세에 따른 구매력 향상은 향후에도 지속될 가능성이 높고, 이에 따른 중국인의 출국 수요 역시 증가세 역시 지속될 전망이다. 이는 동사의 해외 면세점의 잠재 고객을 증가시키는 것으로 동사의 해외 면세점 사업의 고성장을 기대하게 한다.

싱가폴 공항 면세점 매출액 증가액 vs 싱가포르 입국자수 증가율
 : 206 년 하반기 ~ 2017 년 상반기 (중국인) 입국자수 증가율 감소, 면세점 매출 증가폭 축소
 vs 2017 년 하반기 (중국인) 입국자수 증가율 개선, 면세점 매출 증가폭 확대



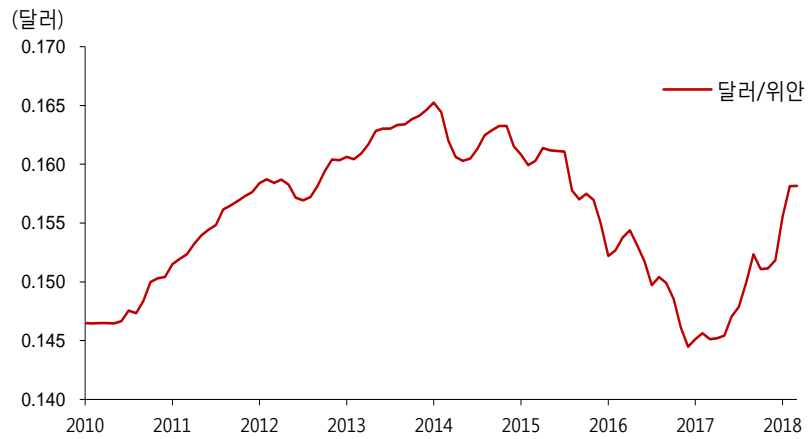
자료: 싱가포르 관광청, 호텔신라, SK 증권

홍콩의 중국인 입국자수 증가율 추이



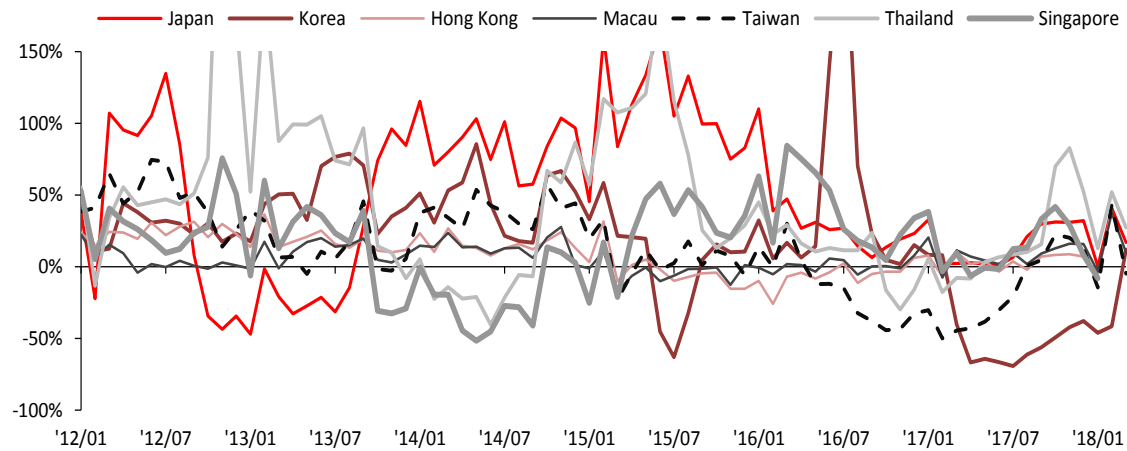
자료: CEIC, SK 증권

달러/위안 추이



자료: 블룸버그, SK 증권

아시아 주요 국가 중국인 입국자수 yoy 증가율 추이



자료: CEIC, SK 증권

3. 국내 호텔 사업의 본격적인 실적 기여도 기대

(1) 2013년 이후 투자, 지금까지 뚜렷한 성과를 보이지 못했음

한편, 1분기에는 이렇다 할 성과를 기여하지 못하고 있는 동사의 호텔 사업 역시 하반기 이후 본격적으로 이익을 기여할 수 있을 전망이다. 동사는 현재 서울호텔과 제주호텔, 신라스테이 11 개점, 위탁운영 호텔인 삼성거제호텔과 소주호텔을 운영하고 있다.

호텔신라 호텔사업 부문 주요 사업장

브랜드	객실수	비고
서울호텔	463	연회장 7개, 식당 7개
제주호텔	429	연회장 6개, 식당 6개
신라스테이		동탄, 여삼, 제주, 서대문, 울산, 마포, 광화문, 구로, 천안, 서초, 해운대 (2014년 설립)
위탁운영		삼성거제호텔, 소주 진지레이크 호텔

자료: 호텔신라, SK 증권

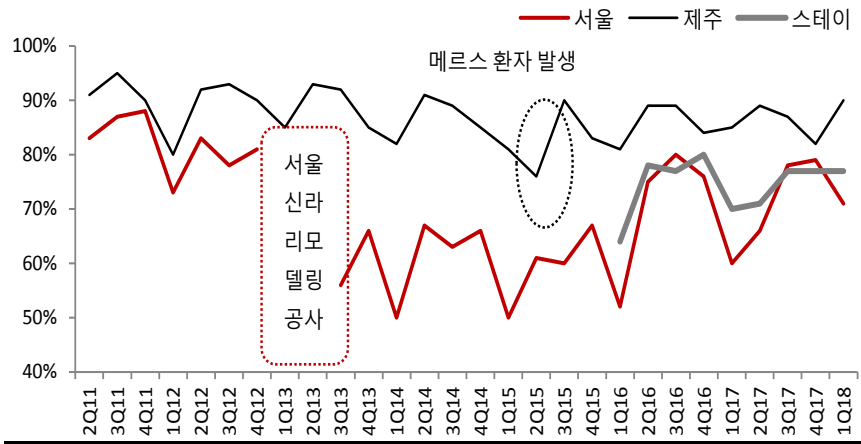
동사의 호텔 사업은 2013년 서울호텔이 리모델링을 하기 전에는 연간 200억원 이상의 이익을 기여했다. 그러나 2013년 1,000억원 가량이 투자된 서울호텔에서 리모델링 이후 객실점유율 회복이 늦어지며 2014년까지 100억원 규모의 적자가 이어졌고, 2015년에는 메르스 확진자의 제주호텔 방문에 따라 자체적으로 영업을 중단하는 등 악재로 적자폭이 확대되었다.

하지만 2016년부터는 신라스테이와 서울호텔의 객실점유율 개선과 이익 기여가 시작되었고, 호텔사업이 BEP에 도달하였다. 또한 2017년에는 제주호텔의 리모델링 이후 객단가 상승으로 150억원 가량의 영업이익을 실현하였다.

단, 150억원의 영업이익은 2017년에도 호텔 사업이 충분한 영업이익을 창출하지는 못하였음을 시사하는데, 이는 중국과의 사드 갈등으로 비즈니스 호텔인 신라스테이의 실적이 다소 부진했음을 의미한다. 또한 서울 호텔의 객실 점유율 역시 아직 70% 수준으로 리모델링 이전 수준으로 회복하지 못하고 있다. 이렇게 상대적으로 낮은 객실점유율은 중국인을 비롯하여 외국인 관광객이 증가한다면 회복이 가능할 전망이다.

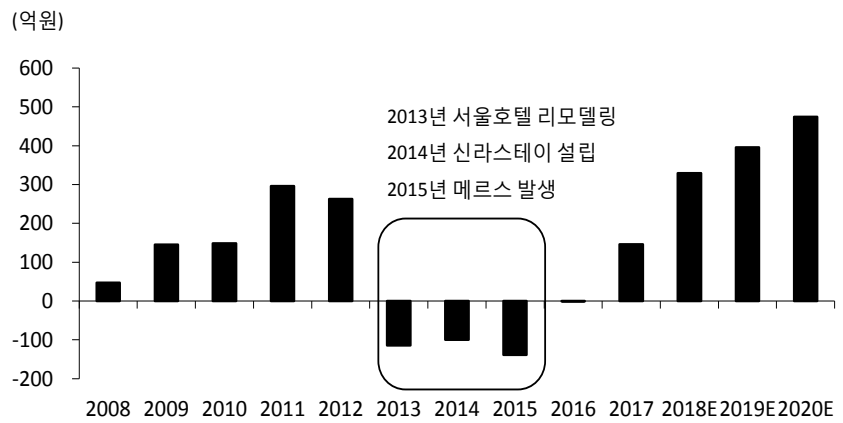
한편, 객실점유율이 90%에 이르며 그 점유율이 충분히 높아 보이는 제주호텔 역시 관광객 증가의 호조를 충분히 누렸던 2011년과 비교해보면 다소 낮은 수준으로 판단되어 추가 개선 가능성이 있다.

호텔신라 호텔별 객실점유율



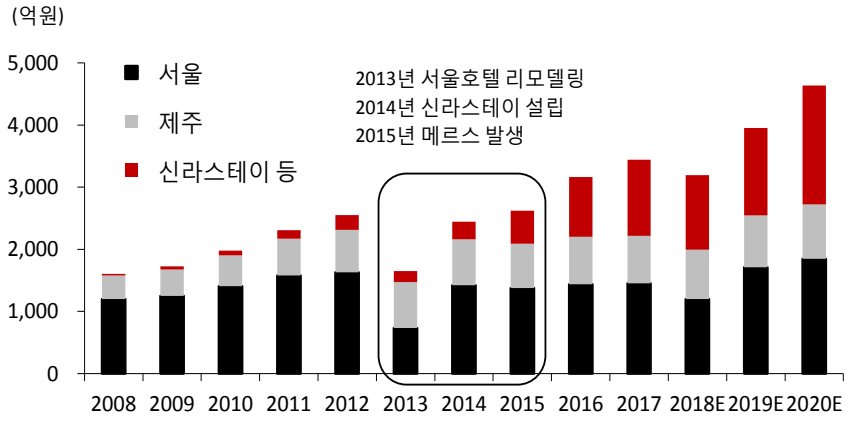
자료: 호텔신라, SK 증권

호텔신라 호텔사업부 영업이익 추이



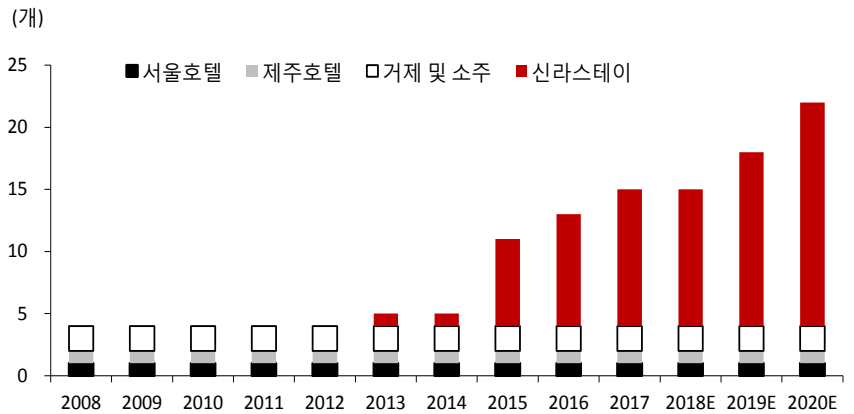
자료: 호텔신라, SK 증권

호텔신라 호텔 사업부 매출 추이



자료: 호텔신라, SK 증권

호텔신라 호텔 사업부 점포 수



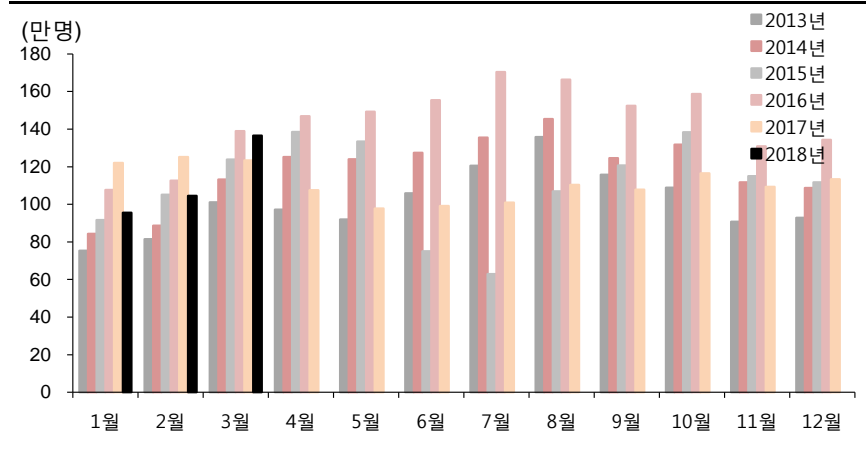
자료: 호텔신라, SK 증권

**(2) 중국인 입국자 증가세, 하반기부터 더욱 가팔라질 전망
: 호텔사업의 본격적인 이익 기여가 기대**

당사는 면세점과 비교하여 동사의 호텔사업의 개선이 뚜렷하지 않은 것은 사드 갈등 완화에 따른 중국인의 소비 반응이 물리적인 제약에 따라 업태별로 서로 다르게 나타나기 때문이라 판단한다. 면세점은 앞서 언급한 바와 같이 구매력 향상에도 사드 갈등으로 제한되었던 수요가 한번에 폭발하며 타이공이라는 채널을 통해 발산이 가능하다.

그러나 호텔의 실적 개선은 중국인의 한국 방문 수요가 실제로 한국을 방문해야만 가시화될 수 있다. 중국인들의 한국 방문이 본격화되기 위해서는 항공노선 및 항공좌석 공급이 선행되어야 하며, 이를 기초로 단체여행상품을 판매하는 데도 시간이 필요하다. 사드 갈등이 본격적인 해소 국면에 접어든 것으로 평가할 수 있는 것은 지난 3월말인 점을 고려할 때, 중국인들의 본격적인 한국 방문은 하반기 이후에 가능할 전망이다. 이 시기가 되면 사드 갈등이 있는 동안 적극적으로 호텔에 투자했던 동사의 호텔 사업의 경쟁력이 뚜렷이 부각될 전망이다.

외국인 총 입국자 수 추이



자료: 한국관광공사, SK증권

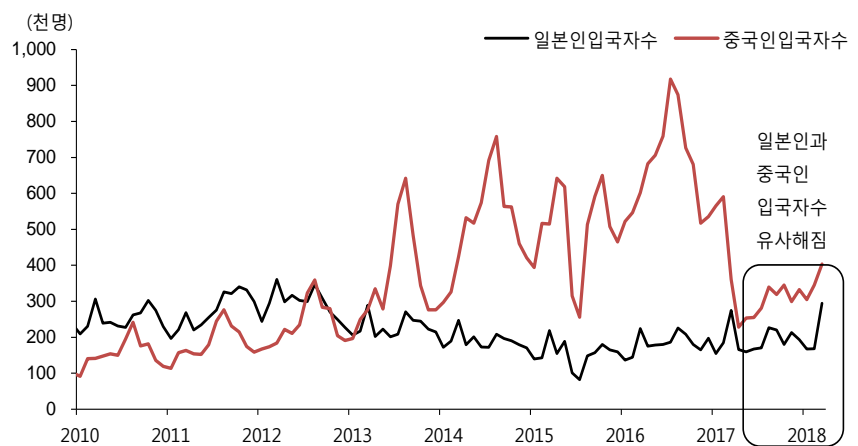
(3) 호텔사업, 방문객 수가 중요

: 일본인 관광객 증가, 면세점 사업과는 차원이 다른 호재

한편, 중국인 입국자수의 회복뿐만 아니라 눈에 띄는 입국자 국적이 일본이다. 절대규모가 큰 중국인 입국자수 때문에 일본인 입국자수는 주목 받지 못하고 있다. 그러나 3월 중국인 입국자수가 40 만명인데, 일본인 입국자수가 29 만명으로 절대 수치로 작지 않다. 물론 주로 외국인 입국자수에 대한 관심이 그들의 소비에 있다 보니 규모가 큰 소비를 하는 중국인에 관심이 더 많은 것은 당연하다.

그러나 호텔사업은 절대적으로 많은 소비를 할 수 있는 고객이 필요 없다. 호텔에서 묵을 수 있는 수준의 소비여력을 가진 고객이 많으면 좋은 것이다. 호텔에서는 숙박을 위한 비용 이외의 지출이 크지 않기 때문이다. 동사가 최근 확대한 비즈니스 호텔, 신라스테이의 비용은 1 박당 120,000 원~150,000 원 수준으로 절대적으로 높은 소비여력을 요구하지 않는다. 일본의 인당 GDP가 30,000 달러 이상이라는 점을 고려하면, 한국을 방문하는 일본인은 신라스테이를 충분히 이용할 수 있다. 따라서 현재의 일본인 입국자수 증가세는 동사의 호텔 사업에 분명 우호적이다.

한국의 일본인 vs 중국인 입국자수 추이



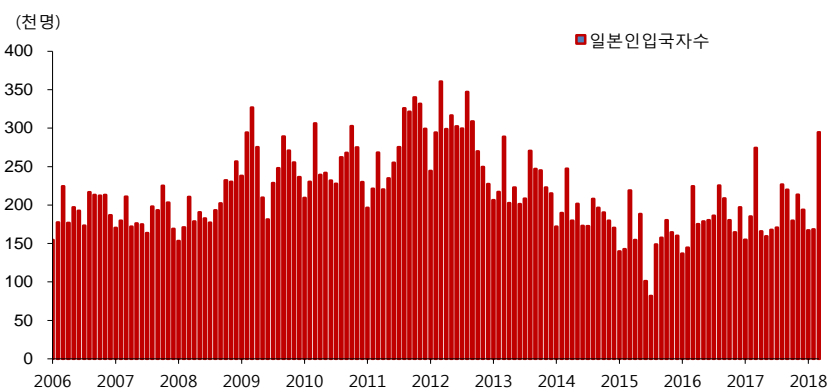
자료: 한국관광공사 SK 증권

또한 당사는 일본인의 한국 방문 수요 역시 지속적으로 증가할 것으로 전망하는데, 엔화의 가파른 약세가 2015년까지 일단락되었고, 엔화 약세를 기반으로 회복된 일본 경제가 일본인들의 해외 여행 수요를 자극하고 있다고 판단하기 때문이다.

일본의 해외 관광 수요 역시 환율에 가장 민감하게 영향을 받는다. 엔화의 가파른 약세가 이어졌던 2014 년과 2015 년에 일본인 입국자수는 17%와 19.4% 감소하였다. 이후 일시적으로 엔화 강세가 나타났던 2016 년 일본인 입국자수는 19.8% 증가한 바 있다.

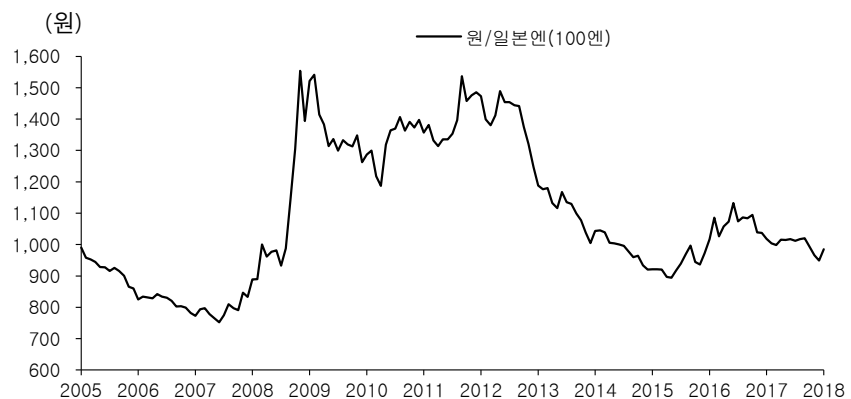
그러나 현재 당사가 주목하는 점은 2017 년 원화 강세가 나타난 구간에서도 일본인의 한국 입국자수가 2016 년 대비 5% 성장했다는 것이다. 추가적으로 가파른 엔화 가치 하락이 나타나지 않는다면, 경기회복으로 자극되어 있는 일본의 해외 여행 수요 증가세가 훼손될 가능성은 크지 않아 보인다.

한국의 일본인 입국자수 추이



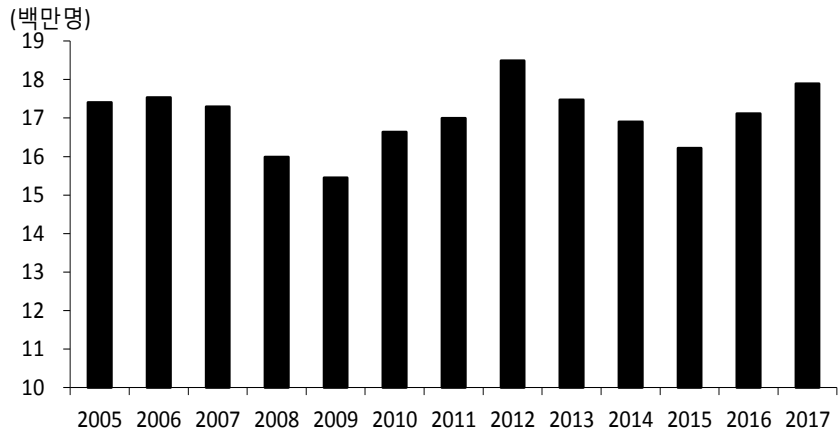
자료: 한국관광공사 SK 증권

원/100엔 추이



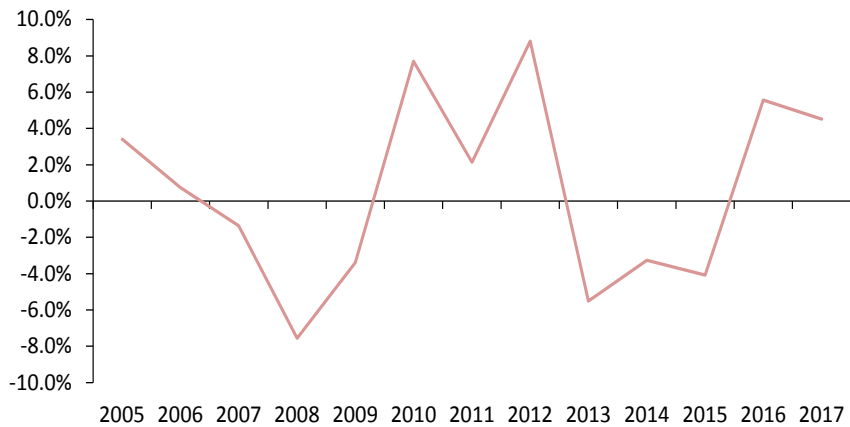
자료: 한국은행 SK 증권

일본인 출국자수 추이



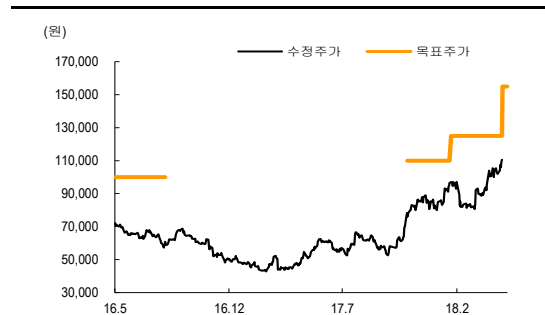
자료: 일본 관광청, SK 증권

일본 출국자수 증가율 추이



자료: 일본 관광청, SK 증권

일시	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가대비	최고(최저) 주가대비
2018.04.30	매수	155,000원	6개월		
2018.04.01	매수	125,000원	6개월	-25.35%	-11.60%
2018.03.26	매수	125,000원	6개월	-28.99%	-22.32%
2018.02.28	매수	125,000원	6개월	-29.46%	-22.32%
2018.01.22	매수	125,000원	6개월	-29.05%	-22.32%
2017.12.01	매수	110,000원	6개월	-22.50%	-12.18%
2017.11.01	매수	110,000원	6개월	-24.73%	-20.00%
2016.08.05	담당자 변경				
2016.05.02	매수	100,000원	6개월	-42.78%	-21.70%



Compliance Notice

- 작성자(손윤경)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.
- 본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.
- 본 보고서는 기관투자가 또는 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.
- 종목별 투자의견은 다음과 같습니다.
- 투자판단 3 단계 (6개월 기준 15%이상 → 매수 / -15%~15% → 중립 / -15%미만 → 매도

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2018년 4월 30일 기준)

매수	90.6%	중립	9.4%	매도	0%
----	-------	----	------	----	----

재무상태표

월 결산(억원)	2015	2016	2017	2018E	2019E
유동자산	10,236	10,791	11,984	15,374	19,530
현금및현금성자산	3,258	3,467	4,744	6,448	8,768
매출채권및기타채권	1,376	1,842	1,603	1,978	2,387
재고자산	4,706	4,713	4,998	6,167	7,441
비유동자산	11,532	9,618	10,515	10,352	10,323
장기금융자산	652	683	800	800	800
유형자산	7,356	7,069	6,931	6,391	5,913
무형자산	300	482	438	317	227
자산총계	21,767	20,410	22,499	25,726	29,853
유동부채	5,828	7,399	9,101	10,713	12,468
단기금융부채	1,598	1,526	2,216	2,216	2,216
매입채무 및 기타채무	2,388	2,560	3,220	3,973	4,794
단기충당부채	32	57	68	85	102
비유동부채	8,499	6,395	6,717	6,772	6,925
장기금융부채	6,984	5,989	6,486	6,486	6,486
장기매입채무 및 기타채무	0	0	0	0	0
장기충당부채	0	0	0	0	0
부채총계	14,328	13,794	15,818	17,484	19,392
지배주주지분	7,439	6,615	6,675	8,235	10,454
자본금	2,000	2,000	2,000	2,000	2,000
자본잉여금	1,966	1,966	1,966	1,966	1,966
기타자본구성요소	-39	-1,045	-1,045	-1,045	-1,045
자기주식	-39	-1,045	-1,045	-1,045	-1,045
이익잉여금	3,554	3,713	3,816	5,436	7,716
비지배주주지분	0	0	7	6	6
자본총계	7,439	6,615	6,681	8,241	10,461
부채외자본총계	21,767	20,410	22,499	25,726	29,853

현금흐름표

월 결산(억원)	2015	2016	2017	2018E	2019E
영업활동현금흐름	1,155	1,095	1,937	1,973	2,552
당기순이익(손실)	185	278	253	1,753	2,413
비현금성항목등	1,413	1,388	1,303	1,335	1,514
유형자산감가상각비	632	605	581	540	478
무형자산감가상각비	108	140	133	114	82
기타	181	105	162	45	141
운전자본감소(증가)	7	-291	588	-515	-560
매출채권및기타채권의 감소(증가)	-132	-450	402	-375	-409
재고자산감소(증가)	218	-16	-353	-1,169	-1,274
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	34	33	703	753	821
기타	-114	142	-164	276	302
법인세납부	-449	-280	-207	-600	-814
투자활동현금흐름	-1,999	1,507	-1,575	105	142
금융자산감소(증가)	-552	1,828	-982	0	0
유형자산감소(증가)	-1,061	-666	-605	0	0
무형자산감소(증가)	7	7	7	7	7
기타	-394	338	5	98	135
재무활동현금흐름	2,225	-2,363	941	-375	-375
단기금융부채증가(감소)	123	-983	-1,201	0	0
장기금융부채증가(감소)	2,491	0	2,491	0	0
자본의증가(감소)	0	-1,005	0	0	0
배당금의 지급	-138	-138	-133	0	-133
기타	-250	-236	-216	-242	-242
현금의 증가(감소)	1,391	208	1,278	1,703	2,320
기초현금	1,867	3,258	3,467	4,744	6,448
기말현금	3,258	3,467	4,744	6,448	8,768
FCF	-591	2,282	554	2,005	2,570

자료 : 호텔신라, SK증권 추정

포괄손익계산서

월 결산(억원)	2015	2016	2017	2018E	2019E
매출액	32,517	37,153	40,115	47,735	57,528
매출원가	0	0	0	0	0
매출총이익	32,517	37,153	40,115	47,735	57,528
매출총이익률 (%)	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
판매비와관리비	31,745	36,363	39,384	45,300	54,162
영업이익	772	790	731	2,435	3,366
영업이익률 (%)	2.4	2.1	1.8	5.1	5.9
비영업손익	-332	-265	-283	-125	-183
순금융비용	185	177	148	144	107
외환관련손익	-71	4	61	64	64
관계기업투자등 관련손익	-54	-111	-80	0	0
세전계속사업이익	440	524	448	2,310	3,183
세전계속사업이익률 (%)	1.4	1.4	1.1	4.8	5.5
계속사업법인세	255	246	195	556	770
계속사업이익	185	278	253	1,753	2,413
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	185	278	253	1,753	2,413
순이익률 (%)	0.6	0.8	0.6	3.7	4.2
지배주주	185	278	253	1,753	2,413
지배주주귀속 순이익률(%)	0.57	0.75	0.63	3.67	4.19
비지배주주	0	0	0	0	0
총포괄이익	278	319	192	1,693	2,352
지배주주	278	319	192	1,693	2,352
비지배주주	0	0	0	0	0
EBITDA	1,512	1,535	1,445	3,089	3,927

주요투자지표

월 결산(억원)	2015	2016	2017	2018E	2019E
성장성 (%)					
매출액	11.8	14.3	8.0	19.0	20.5
영업이익	-44.5	2.4	-7.5	233.1	38.3
세전계속사업이익	-61.3	19.2	-14.6	416.1	37.8
EBITDA	-25.5	1.5	-5.8	113.7	27.1
EPS(계속사업)	-74.9	50.6	-9.2	593.4	37.6
수익성 (%)					
ROE	2.5	4.0	3.8	23.5	25.8
ROA	0.9	1.3	1.2	7.3	8.7
EBITDA마진	4.7	4.1	3.6	6.5	6.8
안정성 (%)					
유동비율	175.6	145.8	131.7	143.5	156.6
부채비율	192.6	208.5	236.7	212.2	185.4
순차입금/자기자본	71.5	61.1	58.7	26.9	-1.0
EBITDA/이자비용(배)	5.0	4.7	6.4	12.8	16.3
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	462	696	632	4,383	6,032
BPS	18,599	16,539	16,687	20,587	26,135
CFPS	2,312	2,558	2,418	6,018	7,433
주당 현금배당금	350	350	350	350	350
Valuation지표 (배)					
PER(최고)	298.7	112.8	140.8	25.2	18.3
PER(최저)	167.3	68.0	67.7	18.4	13.4
PBR(최고)	7.4	4.8	5.3	5.4	4.2
PBR(최저)	4.2	2.9	2.6	3.9	3.1
PCR	33.4	18.8	35.1	18.4	14.9
EV/EBITDA(최고)	39.9	23.0	27.3	14.9	11.2
EV/EBITDA(최저)	24.0	15.0	14.6	11.1	8.1