

## 호텔신라(008770/KS)

## 역의 규모의 경제로 영업이익 감소

## 매수(유지)

T.P 100,000 원(하향)

## Analyst

감기영

buyngogo@sk.com

02-3773-8893

## Company Data

자본금	2,000 억원
발행주식수	4,000 만주
자사주	65 만주
액면가	5,000 원
시가총액	27,199 억원

주요주주	
삼성생명보험(주)(외4)	17.24%
국민연금공단	9.92%
외국인지분률	25.30%
배당수익률	0.50%

## Stock Data

주가(16/01/29)	69,300 원
KOSPI	1897.87 pt
52주 Beta	1.23
52주 최고가	138,000 원
52주 최저가	63,600 원
60일 평균 거래대금	429 억원

## 주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	-15.5%	-11.4%
6개월	-47.3%	-43.4%
12개월	-34.0%	-32.1%

4 분기 매출액은 8,476 억원으로 4.2% 증가했으나 영업이익은 113 억원으로 57.4% 감소했다. 최근의 주가하락 방어를 위해 자사주 150 만주, 1,039 억원 취득을 결정했다. 호텔롯데 상장으로 Peer 업체가 출현했으며, 면세점업계 성장을 위해서는 중국인 입국자수 증가율 30% 유지가 중요한 모멘텀이다. 글로벌 역량강화를 반영해 투자의견 매수를 유지하나 치열해진 영업환경에 따른 수익추정 감익으로 목표주가는 100,000 원으로 하향한다.

## 4 분기 매출액 8,476 억원(+4.2%), 영업이익 113 억원(-57.4%)

4 분기 매출액은 8,476 억원으로 4.2% 증가했으나 영업이익은 113 억원으로 57.4% 감소했다. 부문별 매출액은 면세점이 7,572 억원으로 3.1% 증가에 그쳤으나, 호텔 및 레저부문은 10.6%, 32.6% 증가했다. 면세점 영업이익은 145 억원으로 53.1% 감소했다. 견조한 내국인 아웃바운드 증가세가 유지되었고, 중국인 인바운드 또한 한자리수 증가세를 기록했지만 면세점부문 부진이 영업이익 감소의 주요인으로 작용했다. 주가하락 방어를 위해 자사주 150 만주(1.6%), 1,039 억원 취득을 결정했다.

## 중국인 입국자수 증가율 30% 유지되어야 규모의 경제 가능

서울 시내면세점 영업환경은 이전에 비해 한층 열악해졌다. 용산, 여의도 신규사업자 진입과 함께 신세계, 두산의 핵심상권 진입으로 규모의 경제 실현이 어렵기 때문이다. 최근 중국인 입국자수 증가율이 10% 수준에 머물고 있어 '14 년 상반기에 비해 한층 약화된 영업이익률이 예상된다. HDC 신라 용산 사이트는 상반기중 그랜드 오픈을 거쳐 본격적인 영입이 개시되며, 중국인 입국자수가 30% 수준으로 견조하게 증가할 경우 규모의 경제를 발생시킬 수 있을 전망이다. 2 분기 이후 점진적인 영업환경 개선이 기대된다.

## 투자의견 매수유지, 목표주가는 100,000 원으로 하향

투자의견 매수를 유지하나 '16 년 수익추정 감익을 반영해 목표주가는 100,000 원으로 하향한다. 호텔롯데 상장에 따라 호텔 및 면세점 업종 Peer 업체가 출현했으며, 시내면세점에서는 HDC 신라의 용산, 한화갤러리아의 여의도 사이트 오픈과 함께 신세계, 두산의 참가로 경쟁강도가 한층 치열해질 전망이다. 2 분기 중국인 입국자수 증가율이 회복될 경우 점진적인 면세점업계 밸류에이션 향상이 가능할 전망이다.

## 영업실적 및 투자지표

구분	단위	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
매출액	억원	22,196	22,970	29,090	32,517	36,279	39,399
yoy	%	23.4	3.5	26.6	11.8	11.6	8.6
영업이익	억원	1,293	866	1,390	771	1,090	1,252
yoy	%	32.6	-33.0	60.6	-44.5	41.3	14.9
EBITDA	억원	1,742	1,377	2,028	1,517	1,838	1,985
세전이익	억원	1,335	160	1,138	440	892	1,231
순이익(지배주주)	억원	1,010	108	735	219	676	933
영업이익률%	%	5.8	3.8	4.8	2.4	3.0	3.2
EBITDA%	%	7.9	6.0	7.0	4.7	5.1	5.0
순이익률	%	4.6	0.5	2.5	0.7	1.9	2.4
EPS	원	2,525	270	1,837	547	1,690	2,333
PER	배	17.4	246.1	49.8	141.3	42.2	30.6
PBR	배	2.6	3.9	5.0	4.2	3.6	3.3
EV/EBITDA	배	11.2	21.8	20.1	24.3	18.6	17.1
ROE	%	15.7	1.6	10.4	3.0	8.8	11.1
순차입금	억원	1,952	3,623	4,114	5,775	5,453	5,068
부채비율	%	124.6	152.3	161.3	187.8	169.2	158.7

## 호텔신라 4Q 영업실적 Review

(단위: %, 억원)

	4Q14A	1Q15A	2Q15A	3Q15A	4Q15A(a)	Y-Y	Q-Q	컨센서스	SK(b)	차이(a/b)
매출액	8,137	8,285	8,447	7,309	8,476	4.2	16.0	8,631	8,204	3.3
영업이익	265	336	294	28	113	-57.4	298.9	354	265	-57.4
세전이익	190	233	260	-66	13	-93.1	흑전	272	198	-93.4
지배주주순이익	40	155	152	-99	-24	적전	적지	199	150	-116.0
영업이익률	3.3	4.1	3.5	0.4	1.3	-1.9	0.9	4.1	1.3	0.0
세전이익률	2.3	2.8	3.1	-0.9	0.2	-2.2	1.1	3.2	0.2	0.0
지배주주순이익률	0.5	1.9	1.8	-1.4	-0.3	-0.8	1.1	2.3	0.1	-0.4

자료: 호텔신라, SK 증권

## 호텔신라 영업실적 전망 변경

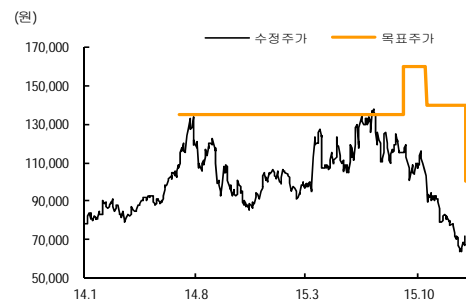
(단위: %, 억원)

	신규추정(a)		기존추정(b)		차이(a/b)	
	2015E	2016E	2015E	2016E	2015E	2016E
매출액	32,517	36,279	32,338	37,301	0.6	-2.7
영업이익	771	1,090	910	1,975	-15.2	-44.8
영업이익률	2.4	3.0	2.8	5.3	-0.4	-2.3
세전이익	440	892	638	1,734	-31.1	-48.6
세전이익률	1.4	2.5	2.0	4.7	-0.6	-2.2
지배주주순이익	219	676	418	1,315	-47.6	-48.6
지배주주순이익률	0.7	1.9	1.3	3.5	-0.6	-1.7
EPS(원)	547	1,690	1,045	3,286	-47.6	-48.6

자료: SK 증권

## 투자의견변경

일시	투자의견	목표주가
2016.01.29	매수	100,000원
2015.11.16	매수	140,000원
2015.10.02	매수	160,000원
2014.07.31	매수	135,000원



## Compliance Notice

- 작성자(김기영)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 기관투자자 또는 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.
- 종목별 투자의견은 다음과 같습니다.
- 투자판단 4 단계 (6개월 기준) 25%이상 → 적극매수 / 10%~25% → 매수 / -10%~+10% → 중립 / -10%미만 → 매도

## SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2016 년 1 월 29 일 기준)

매수	94.7%	중립	5.3%	매도	0%
----	-------	----	------	----	----

## 대차대조표

월 결산(억원)	2013	2014	2015E	2016E	2017E
<b>유동자산</b>	7,091	8,230	9,490	9,274	9,736
현금및현금성자산	2,259	1,867	2,201	1,723	2,008
매출채권및기타채권	1,037	1,055	1,398	1,379	1,458
재고자산	3,368	4,935	5,528	5,805	5,910
<b>비유동자산</b>	10,029	10,845	11,894	12,237	12,997
장기금융자산	871	836	885	885	885
유형자산	6,434	7,036	7,504	7,961	8,510
무형자산	233	327	288	193	122
<b>자산총계</b>	17,121	19,075	21,385	21,511	22,733
<b>유동부채</b>	4,325	4,352	4,268	4,549	5,263
단기금융부채	1,399	0	0	0	400
매입채무 및 기타채무	1,871	2,369	2,471	2,576	2,719
단기충당부채	32	50	41	50	56
<b>비유동부채</b>	6,010	7,423	9,685	8,971	8,682
장기금융부채	4,487	5,986	7,981	7,181	6,681
장기매입채무 및 기타채무	0	0	0	0	0
장기충당부채	0	0	0	0	0
<b>부채총계</b>	10,335	11,775	13,953	13,520	13,945
<b>지배주주지분</b>	6,786	7,300	7,431	7,991	8,788
자본금	2,000	2,000	2,000	2,000	2,000
자본잉여금	1,966	1,966	1,966	1,966	1,966
기타자본구성요소	-39	-39	-39	-39	-39
자기주식	-39	-39	-39	-39	-39
이익잉여금	2,879	3,436	3,514	4,052	4,827
비지배주주지분	0	0	0	0	0
<b>자본총계</b>	6,786	7,300	7,431	7,991	8,788
<b>부채외자본총계</b>	17,121	19,075	21,385	21,511	22,733

## 현금흐름표

월 결산(억원)	2013	2014	2015E	2016E	2017E
<b>영업활동현금흐름</b>	1,209	1,169	763	1,815	2,007
당기순이익(손실)	108	735	219	676	933
비현금성항목등	1,041	1,230	1,378	1,162	1,051
유형자산감가상각비	418	520	638	644	650
무형자산감가상각비	93	118	108	105	82
기타	404	79	137	-2	4
운전자본감소(증가)	306	-624	-391	208	335
매출채권및기타채권의 감소(증가)	-4	48	-279	20	-79
재고자산감소(증가)	160	-1,509	-606	-277	-105
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	283	554	26	105	143
기타	-133	283	467	360	377
법인세납부	-247	-172	-443	-231	-313
<b>투자활동현금흐름</b>	-2,778	-1,416	-2,075	-1,053	-1,147
금융자산감소(증가)	-623	-114	-550	0	0
유형자산감소(증가)	-2,166	-1,284	-1,131	-1,100	-1,200
무형자산감소(증가)	-64	-47	-5	-10	-10
기타	75	29	-390	57	63
<b>재무활동현금흐름</b>	1,092	-143	1,627	-1,241	-574
단기금융부채증가(감소)	-559	-1,339	27	0	400
장기금융부채증가(감소)	1,993	1,494	1,991	-800	-500
자본의증가(감소)	0	0	0	0	0
배당금의 지급	-118	-59	-138	-138	-159
기타	-223	-238	-253	-303	-316
<b>현금의 증가(감소)</b>	-478	-391	334	-479	286
기초현금	2,736	2,259	1,867	2,201	1,723
기말현금	2,259	1,867	2,201	1,723	2,008
FCF	-554	-7	-847	532	661

자료 : 호텔신라, SK증권 추정

## 손익계산서

월 결산(억원)	2013	2014	2015E	2016E	2017E
<b>매출액</b>	22,970	29,090	32,517	36,279	39,399
<b>매출원가</b>	0	0	0	0	0
<b>매출총이익</b>	22,970	29,090	32,517	36,279	39,399
매출총이익률 (%)	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
<b>판매비와관리비</b>	22,104	27,700	31,745	35,189	38,147
영업이익	866	1,390	771	1,090	1,252
영업이익률 (%)	3.8	4.8	2.4	3.0	3.2
비영업손익	-705	-252	-331	-198	-21
<b>순금융비용</b>	73	98	205	248	255
외환관련손익	-15	-54	-73	-14	-10
<b>관계기업투자등 관련손익</b>	-5	-11	-58	60	245
세전계속사업이익	160	1,138	440	892	1,231
세전계속사업이익률 (%)	0.7	3.9	1.4	2.5	3.1
계속사업법인세	52	403	221	216	298
<b>계속사업이익</b>	108	735	219	676	933
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	108	735	219	676	933
<b>순이익률 (%)</b>	0.5	2.5	0.7	1.9	2.4
지배주주	108	735	219	676	933
<b>지배주주귀속 순이익률 (%)</b>	0.47	2.53	0.67	1.86	2.37
<b>비지배주주</b>	0	0	0	0	0
<b>총포괄이익</b>	12	574	270	697	956
<b>지배주주</b>	12	574	270	697	956
<b>비지배주주</b>	0	0	0	0	0
EBITDA	1,377	2,028	1,517	1,838	1,985

## 주요투자지표

월 결산(억원)	2013	2014	2015E	2016E	2017E
<b>성장성 (%)</b>					
매출액	3.5	26.6	11.8	11.6	8.6
영업이익	-33.0	60.6	-44.5	41.3	14.9
세전계속사업이익	-88.0	610.1	-61.3	102.6	38.0
EBITDA	-20.9	47.3	-25.2	21.1	8.0
EPS(계속사업)	-89.3	579.8	-70.2	208.9	38.0
<b>수익성 (%)</b>					
ROE	1.6	10.4	3.0	8.8	11.1
ROA	0.7	4.1	1.1	3.2	4.2
EBITDA마진	6.0	7.0	4.7	5.1	5.0
<b>안정성 (%)</b>					
유동비율	164.0	189.1	222.4	203.9	185.0
부채비율	152.3	161.3	187.8	169.2	158.7
순차입금/자기자본	53.4	56.4	77.7	68.2	57.7
EBITDA/이자비용(배)	5.1	7.8	5.2	6.1	6.3
<b>주당지표 (원)</b>					
EPS(계속사업)	270	1,837	547	1,690	2,333
BPS	16,964	18,249	18,579	19,977	21,971
CFPS	1,548	3,433	2,412	3,561	4,163
주당 현금배당금	150	350	350	400	500
<b>Valuation지표 (배)</b>					
PER(최고)	267.5	72.7	252.2	46.5	33.7
PER(최저)	153.4	34.7	141.3	37.6	27.3
PBR(최고)	4.3	7.3	7.4	3.9	3.6
PBR(최저)	2.4	3.5	4.2	3.2	2.9
PCR	43.0	26.6	32.1	20.0	17.1
EV/EBITDA(최고)	23.5	28.4	40.2	20.2	18.6
EV/EBITDA(최저)	14.6	14.6	24.3	17.0	15.6