

# 호텔신라(008770)

**Trading Buy**

**Target Price:** 130,765

**Current Price:** 115,000 (04/30)

**Upside Potential:** 13.7%

## STOCK DATA

KOSPI 지수	2209.61
52 주 최고/최저(원)	132,000/68,500
시가총액	3 조 8,385 억원
발행주식수(주)	39,248,121

## 주요주주

삼성생명보험 외 5 인	: 17.34%
국민연금	: 12.18%
BlackRockFund	: 5.04%
자사주	: 5.44%

## POSTRADE 3 팀

팀장 김어진

팀원 정선영 최윤희 노희심

최성우 최선빈

## 면세삼국을 통일할 최후의 승자, 호텔신라

### 따이공, 한국 면세 시장 정복!

- 신전자상거래법 규제에도 불구하고 한국 면세시장 매출의 73% 차지
- 사드 보복에도 국내 면세시장, 19 조원 규모로 두 배 넘게 성장
- 따이공, 면세점 구매물량을 대형화하는 기업형 따이공으로 변모

### 한한령 해제 기미

- 중국의 한국에 대한 제재가 약화되면서 중국 관광객 급증
- C-Trip 최고경영자 쉰제와 호텔신라 이부진 사장의 회동
- 올해 6 월 시진핑 방한 예정

### 환율 전망

- 예정된 미 재무보고서, 완화 기대가 만연한 미중협상의 영향
- 환율과 면세의 수익은 아주 밀접하게 관련

### 신라 면세점 명품 브랜드 현황

- 입점 브랜드 기하급수적으로 매출 증가!

### 주주친화적 성향

- 재무활동현금 흐름상 높은 주주 스튜어드쉽



# INTRO

## 한국 시장에 드리워진 그림자

한은,  
1분기 GDP  
역성장 실적 발표

국제금융센터를 포함한 다양한 글로벌 투자은행들은 올해 한국의 경제성장률을 잇따라 하향조정했다. 국제금융센터를 비롯한 수많은 글로벌 투자은행은 '한국의 경제가 반등 모멘텀이 보이지 않는다'며 이를 비관적으로 전망했다. 지난 26 일, 한국은행은 1분기 GDP 실적을 발표했다. 전분기 대비 0.3% 역성장 결과였다. 이로 인해, 외환시장 뿐 아니라 한국 주식시장에도 다소 부진한 영향을 줄 것이라 예상한다.

## 그럼에도 불구하고 왜 호텔신라인가?

일종의  
경기방어주 기능,  
사업의 계절성

현재 호텔신라의 비즈니스 모델은 아래 기업분석에서 자세히 다루겠지만, 내수 경제에 큰 영향을 받지 않는다. 따라서 실망스러운 국내 성장률에 동요하지 않는, 일종의 '경기방어주'이다. 또한, 호텔신라의 TR(면세) 부문과 호텔&레저 부문 모두 계절성을 띄는 사업이다. 따라서 곧 여름 여행객 성수기를 맞이하여, 단기적인 수익성을 보장할 수 있다.

이에 더하여, 중국의 경제 상황과 최근 한한령 해제 기미도 호텔신라의 수익성 상승에 일조한다. 중국은 지난 해 미중 무역 분쟁과 막대한 부채 등 대내외적 리스크로 경기 둔화세를 보임에 따라 적극적인 경기 부양책을 시행하였다. 이를 통해 중국은 3 월 산업생산이 크게 호전되며 1분기 GDP 성장률은 여러 기관의 예상치를 웃도는 수치이다. 한편 중국인 입국자 수는 2 월 기준, 전년보다 31.3% 증가하여 예상치인 42 만명을 넘겼으며 6 월로 예정된 시진핑 방한 이후 중국인 관광객은 더욱 증가할 것이라고 예상된다.

또한, 최근 중국 최대 여행사 C-Trip 의 최고경영자 쑤제와 호텔신라의 이부진 사장이 직접 만나 다시 한번 두 기업의 제휴관계를 확실히 다졌다. 여행사와의 제휴를 통해 다수의 면세 고객을 유치하는 TR 부문의 후방 산업 BM 에 따라, 이 역시 긍정적인 영향을 줄 것이라 본 보고서는 전망한다.

# 기업분석      호텔신라 매출 비중

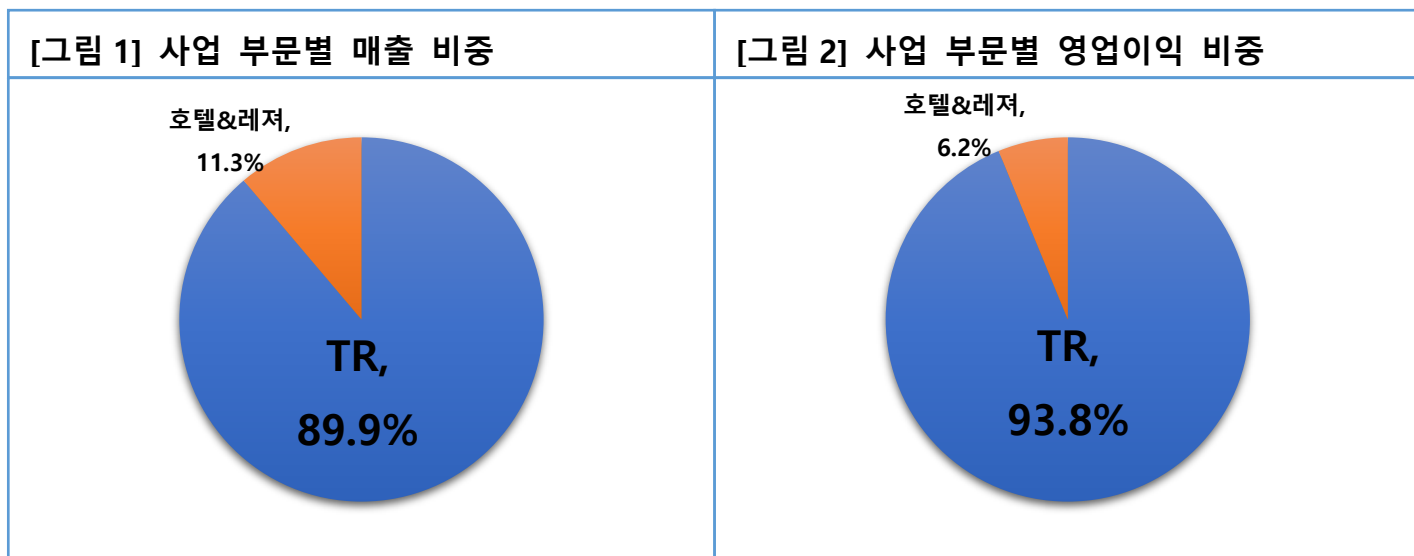
면세시장 점유율  
롯데면세 1위  
호텔신라 2위

매출, 영업이익  
비중 TR ↑

호텔&레저  
안정적 영업활동

호텔신라의 사업 부문은 TR 과 호텔&레저 부문으로 2 개의 사업을 영위하고 있다. TR 부문은 국가로부터 사업권을 취득하여 외국인 방문객과 내국인을 대상으로 해외 유명 명품 브랜드 상품 등을 면세로 판매하고 있는 사업이며 가장 수요가 많은 상품은 화장품과 패션 상품들이다. 사업의 특성상 외국인 관광객들의 수요가 매출의 막대한 영향을 미치고 있으며, 특히 중국 관광객들의 비중이 가장 큰 것으로 드러난다. 이에 따라 환율의 변동에도 민감한 특성을 가지고 있다. 현재 TR 사업 경쟁사로는 롯데면세점, 신세계면세점 등이 있으며 현재 면세 시장 점유율 1 위는 롯데면세점으로 호텔신라가 그 뒤를 잇고 있다..

호텔&레저 사업은 TR 사업과 마찬가지로 외국인 관광객과 내국인을 타겟으로 하고 있다. 호텔/레포츠/여행으로 분류하여 사업을 진행하고 있으며, 호텔은 숙박, 식음, 연회 등 서비스를 제공한다. 레포츠는 실내 체육관 및 기업 내 피트니스 클럽을 위탁 운영하고 있으며 여행 부문에서는 호텔, 항공권, 렌터카 등 예약대행 사업이 주가 된다. TR 사업에 비해 매출과 영업이익에 큰 비중을 차지하고 있지 않지만, 한한령 해제에 대한 가능성과 이에 따른 중국인 관광객 증가로 안정적인 영업활동이 예상된다. 또한 올해 말 베트남 다낭에 새 브랜드인 '신라 모노그램'을 선보일 예정이며 위탁 경영방식으로 향후 10 여개의 신규 호텔 사업을 넓힐 예정이다.



POINT 1.

TR 부문 수익, 브랜드 매출성장률에 비례한다.

입점 브랜드

입점 브랜드의  
매출성장률 ↑

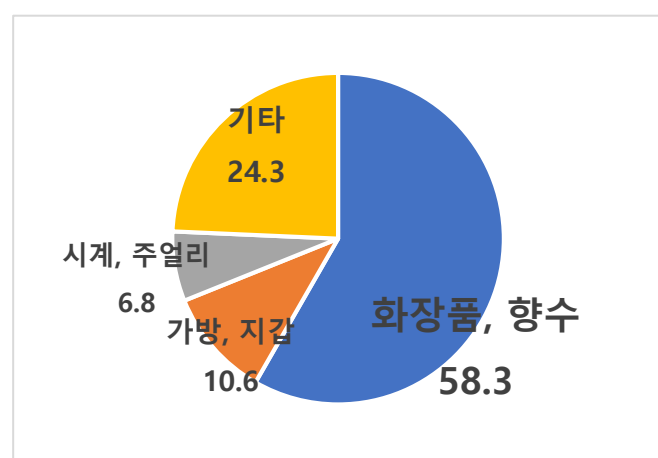
TR 부문  
매출이익 ↑

판매가와 원가의 차익이 곧 TR 부문의 매출 이익이다. 따라서 각 브랜드의 매출량이 증가할수록 TR 부문 매출이익 또한 오를 것이다. 이는 면세점 입점 브랜드의 매출성장률이 상승할수록 TR 부문 매출이익이 오른다는 인과관계를 보여준다. 이런 인과관계를 바탕으로, 입점 브랜드의 총 브랜드 매출성장률을 구했다. 면세점 내 품목별 비중은 [그림 5]과 같다. 이 중, 비중을 많이 차지하는 상위 3 개 품목만을 고려하기 위해, 이 3 개 품목을 100%로 환산하면 [그림 6]와 같다.

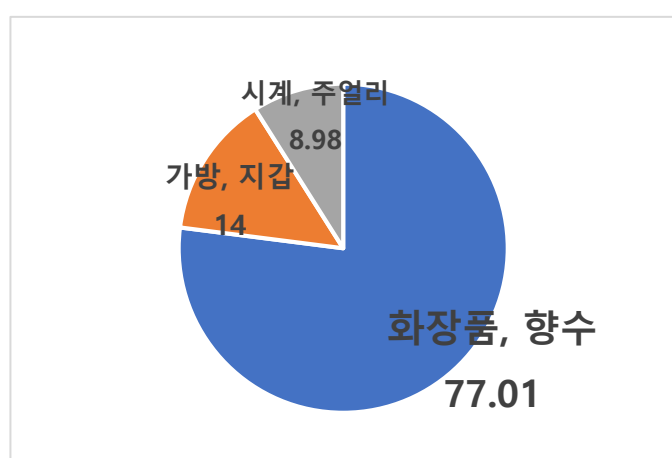
브랜드 선정 기준은 신라 면세점 판매 베스트 30 위 이내이다. 우선, 품목별로 34 개의 브랜드에서 매출 성장률을 산출했다.

이를 조합하여, 면세점 내 품목별 판매 비중으로 가중치를 두어서, 총 매출 성장률을 산출했다. 총 매출성장률은 23.062%이다. 입점 브랜드의 총 매출 성장률이 유의미하게 올랐기에, TR 부문의 매출이익도 상당부분 기대할 수 있다. 단, 이엘씨에이한국 유한회사와 같이 판매 베스트 브랜드이지만 매출을 밝히지 않는 브랜드가 있다. 또한 매출 추정을 함에 있어 모든 판매 브랜드를 조사하지 않고, 판매 베스트 브랜드 위주로 선정했기 때문에 실제 총 매출 성장률과 오차가 있을 수 있다.

[그림 5] 면세점 내 품목별 비중



[그림 6] 상위 3 품목 면세점 내 품목별



자료 : 사업보고서, POSTRADE 3 팀

[그림 7] 화장품, 향수 브랜드		[그림 8] 가방, 지갑 브랜드		[그림 9] 시계, 주얼리 브랜드	
단위(%)	매출성장률	단위(%)	매출성장률	단위(%)	매출성장률
디올	34.162	강골	51.91	브라이틀링	14.847
시세이도	22.501	루이비통	16.392	로즈몽	11.857
코스메 데코르테	101.052	만다리나덕	-2.732	태그호이어	14.847
키엘	26.2	샘소나이트	0.216	해밀턴	41.14
플레드뽀보떼	22.501	칼린	9.016	페라가모	0.382
피지오겔	-3.872	러브캐트	-10.195	시티즌	11.857
랑콤	26.2	몽블랑	21.532	스톤헨지	11.857
클리오	-3.253	아메리칸 투어리스트	0.216	펜디	11.806
나스	22.501	사만다타바사	1.334	롤렉스	3.959
입생로랑	26.2	닥스	6.53	지삭	-94.23
조르지오 아르마니	26.2	총	9.421	총	12.255
로라 메르시에	22.501				
어반디케이	26.2				
슈에무라	26.2				
총	26.806				

자료 : 각 브랜드 사업보고서, 한국외국어대학교 증권투자연구회 POSTRADE 추정

## POINT 2. 신전자상거래법, 영향력은 미미했다!

### 신전자상거래법

2019년 1월부터 시행된 중국의 신 전자상거래법 중 눈여겨보아야 할 부분은 새롭게 바뀐 전자상거래 주체의 범주와 온라인 오픈마켓인 타오바오 자영업자도 공상등기(사업자등록)를 해야 한다는 점이다.

전자상거래 경영자를 인터넷 등 정보네트워크에서 상품판매나 서비스 업종에 종사하는 자연인, 법인, 비법인 조직으로 새롭게 지정하였다. 이에 따라 웨이상, 방송을 통한 판매자 등 소규모 개인 판매자 또한 전자상거래 경영자의 범주에 포함되어 사업자등록증을 취득해야 하고 납세를 해야 한다. 또한 이전까지는 개인이 온라인 판매처를 개설하면 사업자등록을 할 필요가 없었지만 신 전자상거래법에 의해 사업자등록이 의무화되었다.

이는 한국과 중국을 오가며 면세점에서 저렴하게 물품을 구입한 뒤 온라인으로 판매하거나 소규모 판매상인 웨이상에게 넘겨 불법적으로 이윤을 남기는 타이공들의 수요 하락으로 이어질 것이라고 예측되었다.

**타이공들의  
상위면세점  
쏟림현상 발생**

그러나, 우려와 달리 납세로 인해 수익성 악화 우려로 오히려 절대적인 이익확보의 필요성이 커지면서 수익성이 높은 명품 브랜드 제품들을 안정적으로 공급해줄 수 있는 상위면세사업자 중심으로 웨이상의 수요가 증가하였다. 이는 서울, 제주, 홍콩, 싱가포르 등 주요 지역에 매장을 보유하고 있으며 많은 명품 브랜드를 유치하고 있는 호텔신라에게 유리한 부분이다. 실제로 2018년 기준, SM 면세점, 현대백화점면세점 등은 영업적자를 기록하는 등 고전하고 있으나 상위면세점인 호텔신라 1분기 영업이익은 816억 8800만원으로 전년 동기 대비 84.6% 증가하였다. 이처럼 상위면세점 쏟림현상은 국내 면세 시장의 문제점으로 볼 수 있겠으나 호텔신라에는 이점이 될 수 있다

**외국인 1인당  
매출액이  
상당히 증가!**

올해 2월과 3월 외국인 1인당 매출액은 각각 950달러, 957달러를 기록하였다. 이는 올해 1월 외국인 1인당 매출액인 831달러임을 감안하면 **신 전자상거래법 시행 이후 본격적으로 기업형 타이공들의 규모가 커지고 있다.** 또한 지난해 평균인 749달러와 비교해봤을 때도 중국 내에서 한국 상품에 대한 수요가 지속적임을 알 수 있다. 기업형 타이공의 규모 확장이 본격화된 지 얼마 되지 않았고, 중국 내 안정적인 상품 수요로 인해 관광객 수가 크게 증가하지 않더라도, **외국인 1인당 매출액이 증가 추세이기에 신 전자상거래법이 면세산업의 성장에 걸림돌이 되지 못할 가능성이 높다.**

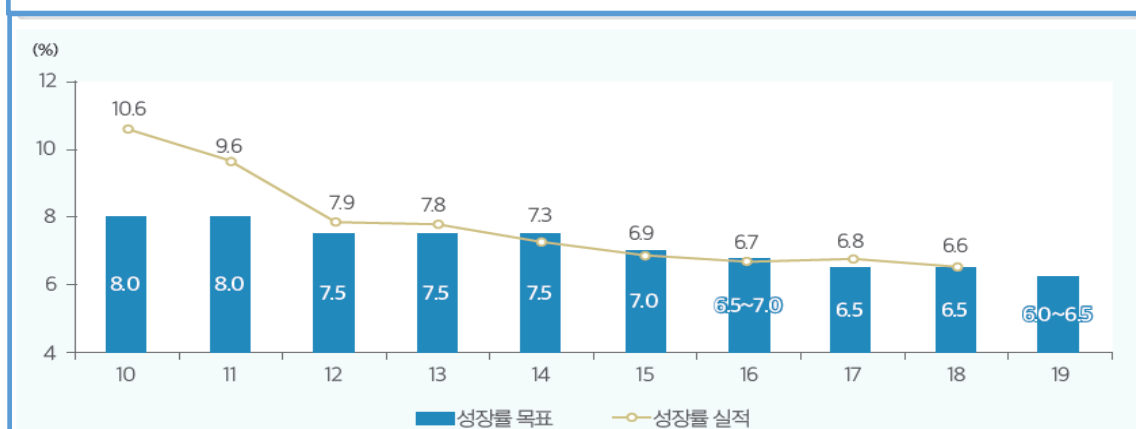
기준년월	외국인인원수	외국인매출액(달러)	1인당매출액(달러)
2019년 3월	1,696,201	1,623,721,302	957
2019년 2월	1,319,228	1,253,768,361	950
2019년 1월	1,454,734	1,209,502,171	831
2018년 12월	1,531,607	1,133,460,601	740
2018년 11월	1,533,892	1,173,309,252	764
2018년 10월	1,595,627	1,149,972,168	720
2018년 9월	1,519,867	1,220,893,788	803
2018년 8월	1,509,854	1,191,919,466	789
2018년 7월	1,484,119	1,030,074,390	694
2018년 6월	1,598,878	1,115,049,963	697
2018년 5월	1,583,494	1,167,401,717	737
2018년 4월	1,625,581	1,209,180,424	743
2018년 3월	1,578,462	1,264,655,312	801

자료 : 한국면세점협회, POSTRADE 3 팀

## 과도한 제재는 무리, 중국 경제 지표가 말해준다.

대내적으로는 성장률 둔화 등 경기하락 압력과 대외적으로는 무역분쟁 등으로 성장률 둔화가 불가피할 전망이나 중국정부가 적극적으로 부양책을 실시하고 있다. 중국 정부는 경기둔화를 방어하고 안정적 성장을 달성하기 위해 성장목표치를 지난해 6.5% 대비 하향조정 하였다.

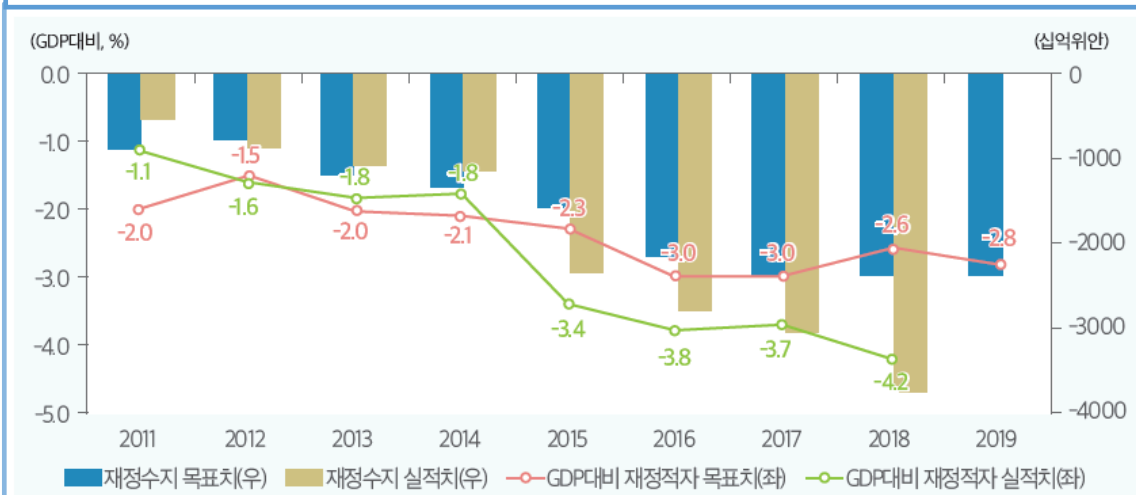
[그림 10] 중국의 경제성장률 목표와 실적 추이



자료 : 중국인민은행, CEIC, POSTRADE 3 팀

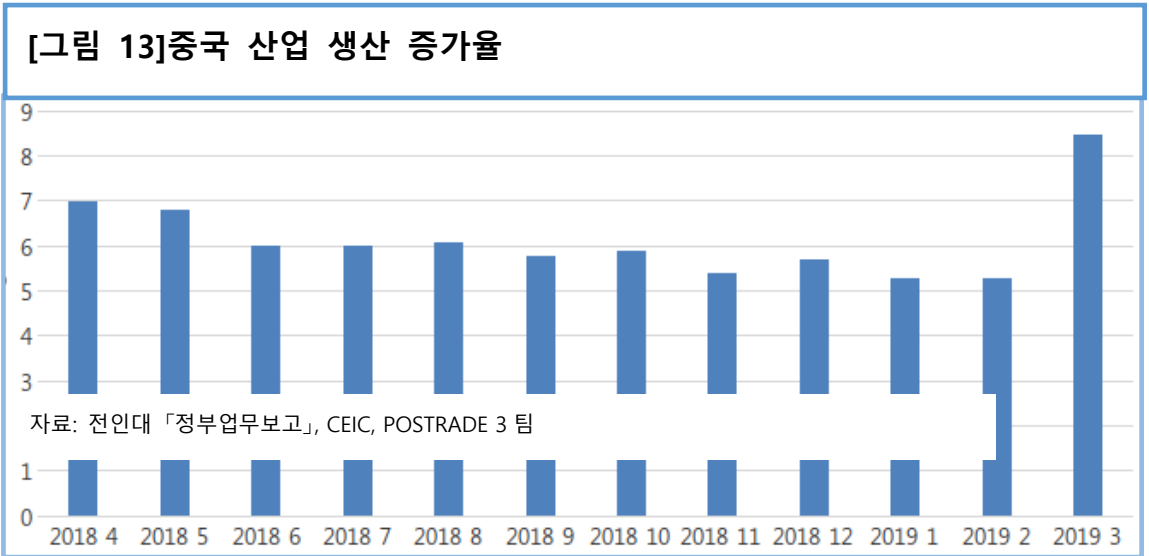
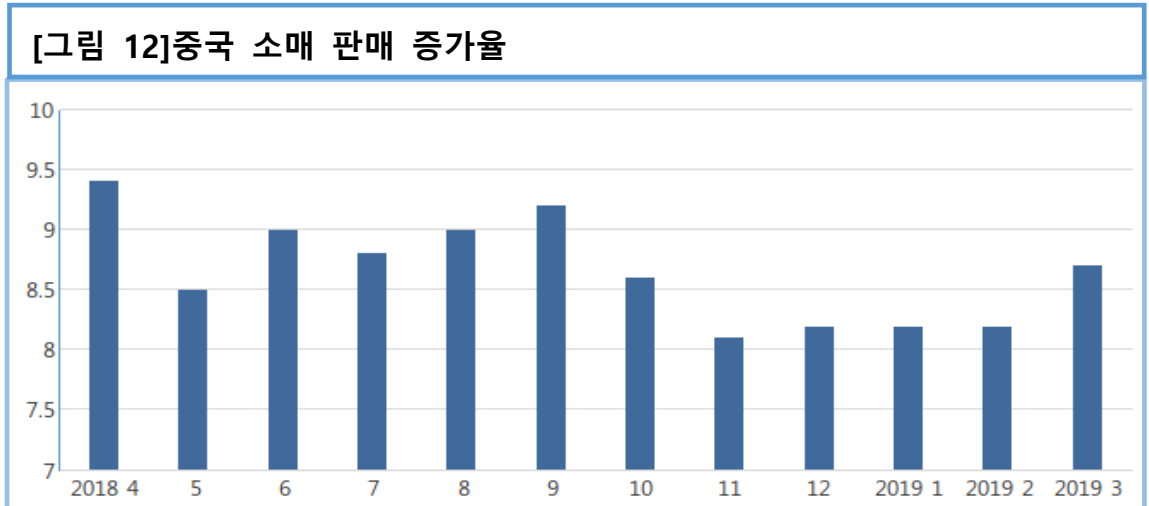
또한 재정적자 규모를 2 조 7,600 억 위안으로 확대하고, GDP 대비 재정적자 비율 목표치는 0.2%p 상향조정한 2.8%로 재정 완화적인 정책을 펴고 있다.

[그림 11] 중국의 재정적자 목표 및 실적 추이



자료 : 전인대 「정부업무보고」, CEIC, POSTRADE 3 팀

이러한 적극적인 부양책에 힘입어 3 월 산업생산이 크게 호전되고 1 분기 GDP 성장률이 예상보다 높게 나타나며 경제 성장 전망도 상향되는 중이다. 중국의 소매 판매 증가율은 작년 9 월 9.2%를 정점으로 11 월부터 올 2 월까지 8.2% 전후에 머물렀으나 3 월 8.7%로 증가함으로써 10 월 이후 최대 증가율로 내수도 회복 추세를 보이고 있다. 3 월 중국 산업 생산 증가율 또한 8.5%로 5 년만에 최대치를 기록했다.



자료: 전인대 「정부업무보고」, CEIC, POSTRADE 3 팀



하지만 본격적인 회복세가 지속될지는 미지수이다.

최근 중국 지표가 개선된 것은 재정지출의 연간 목표인 6.5%를 1 분기 중 조기 집행한 것에 주로 기인한 것이기 때문에 **이러한 회복세가 연말까지 이어지지 않을 것**이라는 의견이 존재한다.

또한 이런 경기 회복세가 중국 정부의 부양책에 지나치게 의존하고 있으며 **중국의 정책 방향의 특성상 부채리스크를 확대하는 요인이 될 수 있다**. 중국의 총부채 규모는 18년 6월 말 기준 GDP 대비 253%에 달할 정도로 막대하고, 글로벌 금융위기 이후 급증세를 보이고 있다. 특히 중국의 기업부채는 총부채 중 가장 높은 비중인 61%를 차지하고 있고, '18년 6월 말 기준 GDP 대비 155%로 전 세계에서 가장 높은 편에 속한다.

**한편 2019년 전세계 교역증가율과 경제성장률이 둔화될 것으로 예상되기에 무역분쟁 장기화 등의 대외적 리스크를 안고 있는 중국의 대외무역은 단기간 내 개선되기 어려울 전망이다.**

이처럼 대내외적인 리스크로 인해 지속적인 경기 회복세가 불확실한 상황임을 감안하면 중국의 실업 해소 및 소비 부양에 긍정적 역할을 하고 있는 약 3천만명의 웨이상에 과도한 제재를 하는 것은 중국의 정책 방향에 모순된다. 따라서 중국 경제 측면에서 보았을 때 신 전자상거래법이 앞으로 파이공의 수요에 큰 영향을 끼치지 않을 것이다.

## POINT 3. 환율 추세에 따른 TR 부문 수익 전망

### 환율

USD/KRW ↓  
면세 원가율 ↓

CNY/KRW ↑  
위안화로 표시된  
면세 가격 ↓  
중국인 여행객 ↑

원화 대비 달러 가치(이하 USD/KRW)와 원화 대비 위안화 가치(이하 CNY/KRW)의 변동은 호텔신라의 TR 부문 매출 이익에 다음 두 측면에서 유의미한 영향을 준다. 먼저 KRW/USD 이 낮아지면 같은 양의 원화로 이전보다 더 많은 상품을 구입해올 수 있기 때문에 면세점의 원가율 부담이 줄어든다. 즉, **USD/KRW 의 하락으로 면세점 상품의 판매가 대비 원가율이 낮아지므로 자연스레 TR 부문의 수익성이 좋아진다.** 두번째로는 **CNY/KRW 가 상승하면 core consumer 인 중국인들의 구매력이 상당히 높아지게 된다.** 직접적으로는, 위안화로 표시된 면세 상품 가격이 낮아지면서 중국 구매자들의 수요가 늘어나게 되고 간접적으로는, 중국인 여행객 수가 늘어서 국내 면세점 고객 유치에 일조하기 때문이다. 결론적으로 CNY/KRW 의 상승, 중국인 고객들의 구매력을 높이므로 TR 부문 매출액에 긍정적 영향을 준다.

우리는 올해 4 월 15 일 내외로 발표 예정이었다가 지연되어 **현재 대기중인 미 재무부의 상반기 환율보고서를 근거로, 반드시 USD/KRW 가 단기적으로 하락할 것이라고 전망한다.** 한국은 환율조작국 의심을 피하기 위해 KRW/USD 하락 기조를 지켜보아야만 하기 때문이다. 물론, 한국이 환율조작국으로 지정되기엔 그 가능성이 염려할 만큼 아주 크지는 않으나, 상대적으로 미국이 개입하기 힘든 중국과 일본에 비해 한국은 비교적 부담이 적기 때문에 단기적으로 더욱 조심할 것이다.

또한, 5 월 8 일 미국 워싱턴 D.C.에서 고위급 미중 협상이 예정되어 있다. 이에 더하여 지난 29 일, 므누신 미 재무부 장관은 이어질 두 차례 협상을 통해 미중 무역 협상을 결판 짓기를 희망한다는 내용의 인터뷰를 한 바 있다. **무역 협상 완화에 대한 시장의 기대가 높아지고 있다.** 이는 위험 자산에 대한 투자 기대를 높인다. 이를 통해, 위안화와 원화 모두 중장기적으로 강세를 펼 가능성이 크다.

위안화와 원화는 강한 경제적 유사성 및 결속력으로 인한 동조화 화폐이다. 그러나 지난 몇달 간, 미중 무역 협상의 영향으로 인한 중국의 미세조정으로 인해 비동조화를 겪었다. 협상이 완화되어 화폐 간 비동조화 현상을 회복하는 과정에서 그리고 회복 후엔, 중장기적 관점 아래, 위안화는 다시 강세를 보이게 될 것이고 상대적으로 정체된 원화의 가치 변동 정도를 넘어서게 되면 반드시 CNY/KRW 는 상승하게 될 것으로 전망한다.

## 사업 개요

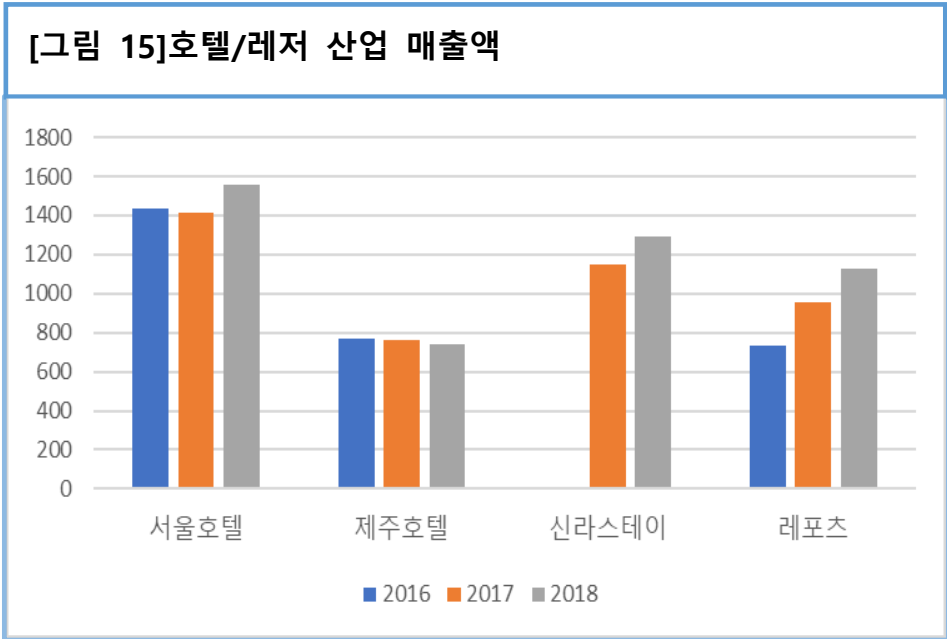
### 산업 특성

초기에 투입되는  
자본이 높아  
진입 장벽이  
높으며 장기간의  
안목 필요

호텔업은 대규모 초기자본의 투입을 요구하기 때문에 **진입 장벽이 높은 산업 분야**라고 할 수 있다. 높은 토지 비용과 객실, 식당, 기타 부대시설 등의 설비 및 비품 구매 비용이 크다. 따라서 **장기간의 영업이익**을 바탕으로 투자금에 대한 이자와 감가상각비용을 충당해야 하는 장기적인 안목이 필요하다. 또한 주로 외국인 투숙객 대상으로 하기 때문에 **대내외적인 외교 관계나 환율 등의 거시적 지표**에 따라 관광객 증감이 변동된다. 때문에 주요 관광객인 중국, 일본, 동남아시아 각 국과의 외교 이슈를 잘 파악해야 하며, 환율이나 유가 등 거시적 경제 지표도 잘 관찰해야 한다.

호텔/레저 사업 중  
호텔 비중 80%

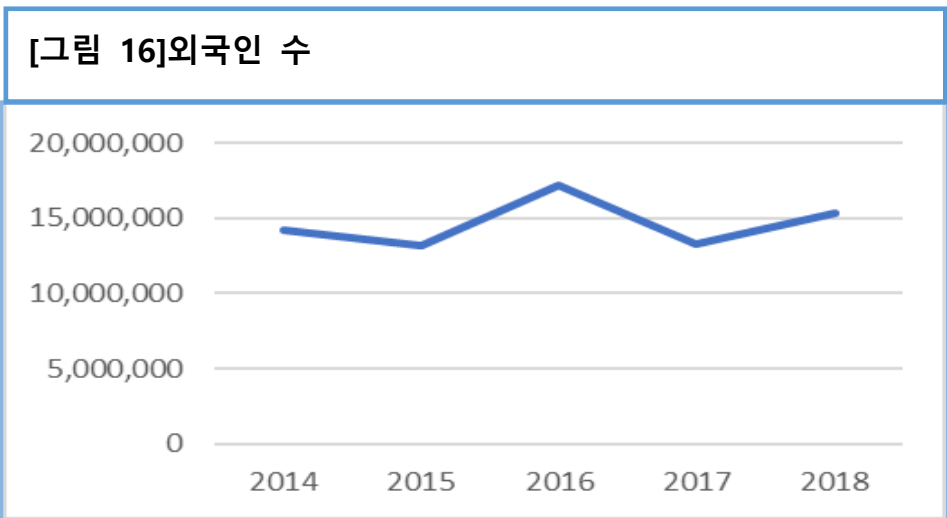
호텔신라의 호텔/레저 산업은 분야별로 크게 호텔, 레포츠, 여행의 3 가지로 구분할 수 있다. 하지만 수익의 측면에서 서울호텔, 제주호텔, 신라스테이가 매출의 약 80%를 차지하고 있음을 고려했을 때, 호텔/레저 부문의 사업은 **주로 호텔 중심**이라고 할 수 있다.



출처 : 통계청, POSTRADE 3 팀

## 산업 전망

### 1. 다시 늘어나는 외국인 관광객들



출처 : 통계청, POSTRADE 3 팀

중국, 일본, 동남아시아에서 온 관광객 다수

한국을 방문하는 외국인 관광객들의 주요 출신국은 중국, 일본, 동남아시아다. 이 중에서도 중국의 영향력은 압도적이다. 따라서 중국과의 외교 이슈에 따라 외래 관광객의 입국 수가 현저하게 차이 난다. 2017 년의 급감은 중국의 사드 보복과 관련한 한한령의 여파로 해석할 수 있고, 2018 년의 회복세는 한한령의 완화와 동남아 등에서의 한류 확산 여파로 볼 수 있다.

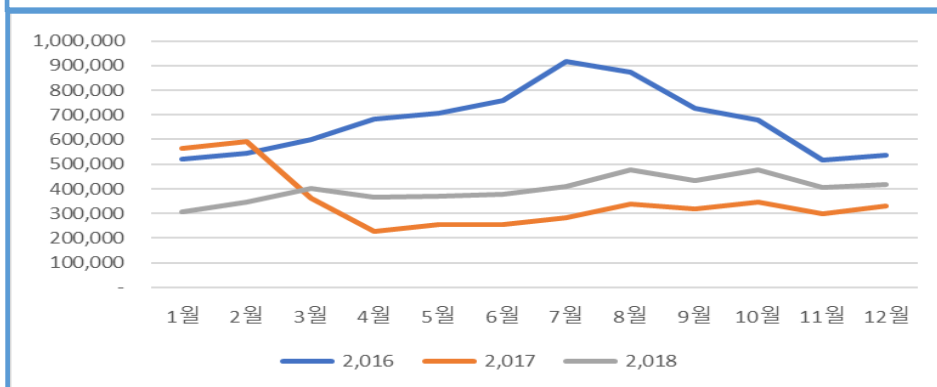
### 1. 중국

중국은 한국을 가장 많이 방문하는 국가이다. 외래객수 1 위를 차지하고 있으며, 사드 배치로 인한 한한령으로 인해 2017 년 400 만 명 정도가 급감했음에도 불구하고 굳건히 1 위를 유지하고 있다. 최근 한한령 완화 움직임으로 2018 년에는 2017 년 대비 입국자 수가 증가했으며, 이러한 추세는 한중 간의 별다른 외교적 이슈가 발생하지 않는 이상 안정적으로 이어질 것으로 전망된다.

또한 주목할 만한 부분은 지난 3 월 한중 항공회담으로 한국과 중국을 잇는 여객기가 10% 넘게 증편됐다. 더하여, 시진핑 주석은 오는 6 월 일본 오사카 G20 정상회의 참석 전 한국 방문할 예정인데, 2005 년, 2009, 2014 년 방한 당시 모두 신라호텔에 투숙했다. 전례상 이번 방한 시에도 신라호텔에 투숙할 것으로 예측되는데, 중국 내 홍보 효과가 있을 것이며, 시진핑 주석의 방한으로 한중 관계가 당분간 무리가 없을 것이라는 예측도 해볼 수 있다. 마지막으로 법무부는 급증하는 중국의 개별 관광객의 비자 발급을 편리하게 하기 위해 중국의 복수비자 발급을 '소득수준 상위 13 개' 지역으로 확대하겠다는 제도를 발표했다. 종합적으로 중국과의 관계 개선과 항공편 증설, 비자 발급 편의 등으로 인해 관광객 수의 지속적 증가가 예측된다.

한중 관계 개선, 항공편 증설, 시진핑 방한, 비자 발급 편의 등의 효과로 관광객 수 증가 예상

[그림 17]중국인 관광객 추이



출처: 문화체육관광부, POSTRADE 3 팀

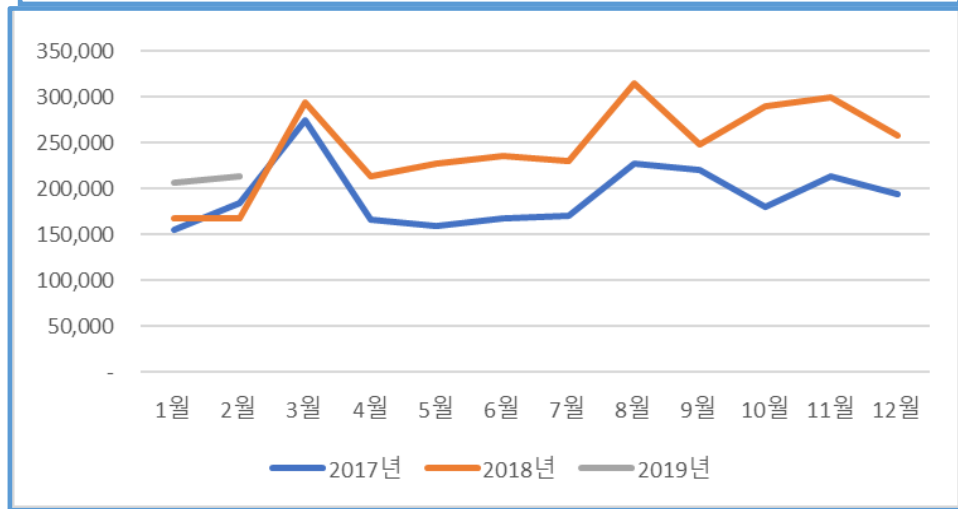
작년 대비 관광객 수 2 배 증가

KPOP 등 한류열풍 큰 영향

### 2. 일본

일본은 국내 외래방문객 수 2 위 국가이다. 지난 1~3 월 방한 일본인 관광객은 지난해 같은 기간보다 **26.2% 증가**했다. 이는 같은 기간 전체 방한 외국인 관광객 증가율(14.1%)의 두배에 가까운 수치다. 특히 **최근 관광객수의 성장이 두드러지는 모습을 보인다.** 이는 K 팝 등 한류 열풍을 타고 방문하는 10 대~30 대 관광객의 상승이 주요한 요인으로 작용한 것으로 보인다.

[그림 18]일본인 관광객 추이



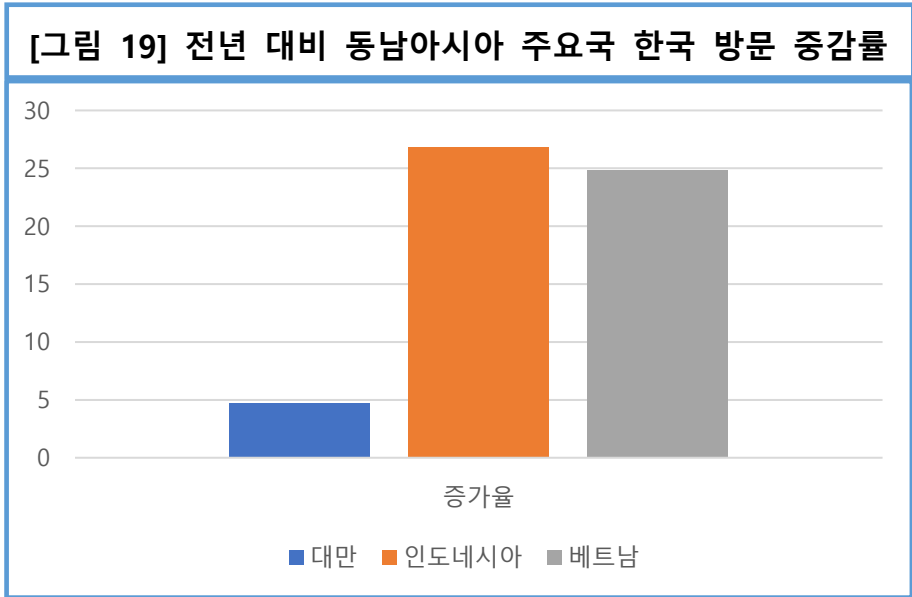
출처: 문화체육관광부, POSTRADE 3 팀

한류 영향으로 동남아 지역 출신 관광객 증가

신남방정책 영향 有

### 3. 동남아시아

최근 동남아시아의 내한 관광객은 늘어나는 추세이다. 대표적으로 **베트남, 대만, 인도네시아**가 있다. 이는 일본과 마찬가지로 **한류의 영향**으로 해석된다. 앞으로도 정부의 `신남방정책`에 따라 동남아시아 관광객들의 수적 증가가 지속적으로 일어날 것으로 보인다. 일례로, 법무부는 베트남 · 필리핀 · 인도네시아 단체관광객에 대해서 온라인 사이트를 통해서도 비자를 신청·발급할 수 있도록 했다.



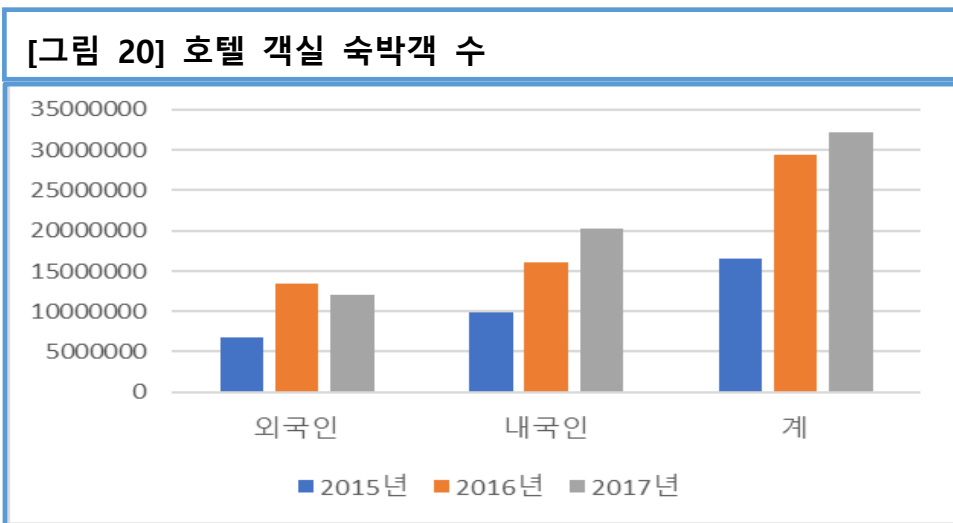
출처 : 통계청, POSTRADE 3 팀

## 2. 내국인 투숙객 증가

한류 영향으로  
동남아 지역 출신  
관광객 증가

신남방정책 영향 有

전체적으로 내국인의 호텔 숙박객수는 2015 년 대비 2017 년에 두 배 정도 증가했다. 최근 '호텔'과 '바캉스'의 합성어로 휴가를 국내 호텔에서 즐기는 '호캉스', '플레이'와 '베케이션'의 합성어로 편안한 휴식과 동시에 다양한 즐길 거리를 추구하는 '플레이케이션' 등의 영향으로 내국인 관광객의 비율이 늘어가는 점을 고려했을 때, 당분간 내국인의 숙박객수가 증가세일 것임을 유추할 수 있다.



출처 : 통계청, POSTRADE 3 팀

## 사업전망분석

### 1. 서울/제주 호텔

최근 서울 신라호텔은 호텔계의 미슐린으로 불리는 미국의 '포브스 트래블 가이드' 평가에서 국내 최초이자 유일하게 '5 스타 호텔'로 선정되는 등 명실상부 국내 최고 호텔의 위상을 유지하고 있다.

타 사업인 신라스테이와 비교해, 서울/제주호텔의 특징은 각각 큰 규모의 단일한 호텔이며 **5 성급의 고급호텔**이라는 것이다. 따라서 전통적인 호텔산업의 특징인 초기 대규모 자본 투입, 장기적 수익 구조라는 점을 고려해 **증장기적으로 안정적인 현금흐름을 창출하고 호텔의 위상을 유지하는 것이 중요하다고** 판단할 수 있다.



출처 : 호텔신라 홈페이지, POSTRADE 3 팀

### 2. 신라스테이

**비즈니스호텔 특성  
상 현금흐름이  
안정적이고,  
사업확장 또한 용이**

2013 년 출범한 신라스테이는 호텔신라의 3 · 4 성 급의 비즈니스 호텔로 국내 11 곳에서 영업하고 있다. **비즈니스호텔**은 부지 매입과 건축 등 비용과 시간이 많이 드는 특급호텔보다는 **임대를 통해 사업이 가능해 단기간에 성장이 가능한** 분야다. 금융권 투자를 받거나 기존 건물을 임대하는 방식으로 초기투자 비용을 낮춰 수익성을 강화할 수 있다. 서울/제주호텔과 비교해 상대적으로 투자기간이 짧고 자본 분산적이라고 볼 수 있다. 이는 **현금흐름이 안정적이고, 사업확장 또한 용이**하다는 점에서 긍정적이다.



### 3. 해외 위탁영업

#### 위탁경영 방식으로 사업 위험 최소화

호텔신라는 2006년 국내 호텔업계 최초로 중국 쑤저우의 '진지레이크 신라호텔'을 위탁 경영한 경험이 있다. **위탁 경영**이란 서울/제주호텔처럼 사업주인 호텔 오너가 직접 호텔을 운영하는 독립호텔 방식이 아닌, **호텔 오너가 전문 운영업체에 운영을 위탁하는 방식**이다. 운영 상의 문제를 직접 책임지지 않기 때문에 **사업 위험을 최소화**할 수 있다는 장점이 있다. 또한 초기 직접 투자 자본이 들지 않기 때문에 호텔의 브랜드 가치를 알리기에 적합한 방식이다.

#### 연내 베트남 다낭 '신라 모노그램' 출범

중국에서의 경험을 바탕으로 올해 좀 더 본격적인 위탁경영 형식의 브랜드 늘리기를 시도하고 있다. **베트남 다낭**을 시작으로 동남아시아, 미국, 중국 등 해외 10여 곳에 진출할 예정이다. 먼저 올해 베트남 다낭에선 '**신라 모노그램**'이라는 새로운 호텔 브랜드를 런칭하기로 확정되었다. 2021년에는 미국 실리콘밸리의 새너제이에 위치한 프리미엄 비즈니스 호텔을 위탁경영할 예정이다.

### 4. 레저

호텔신라에서 작성한 사업보고서에 의하면, 위 사업의 내용은 '실내 체련장 및 기업 내 휘트니스 클럽을 위탁 운영하는 산업'이다. 반트(VANTT), 서초레포츠 센터 및 대략 30곳의 기업 피트니스 센터(CFC)를 운영하고 있다. 특히 CFC는 위탁운영의 형태로, 현금흐름이 안정적이다. 또한 CFC의 확대 및 피트니스 클럽에 대한 수요 증가로 매출액이 증가하는 형태를 띠고 있고, 이런 기조는 앞으로도 이어질 것으로 전망된다.

[그림 22]계열사 로고



자료: 호텔신라, POSTRADE 3팀

# Valuation 실적 추정

급성장으로 인해  
EV/EBITDA 활용

동사의 목표주가를 계산하기 위해 EV/EBITDA 를 활용하였다. 적절한 영업이익을 추정하기 위해 매출 성장률을 사업부문별로 구분하여 측정하였다. **TR 부문**의 매출액 가정은 위에 카테고리별 가중치를 곱해서 나온 신라인터넷면세점 베스트 브랜드 34 곳의 매출 성장률 23.062%를 참고하였다. 면세사업 특성상 외부요인에 민감히 반응하기 때문에, 국제 정세와 환리스크를 고려하여 **매출액 예상치를 15%로 산정하였다**. 이때, 동사의 매출은 특정매입원가를 차감한 순액으로 인식하였다.

예상 매출성장률  
TR 15%

**호텔&레저부문**은 산업이 안정적인 추세를 보이지만, 전전년도 영업이익이 0 이며, 전년도 대비 성장률이 미비하기 때문에 매출액 **성장률 추정을 무성장으로 설정하였다**. 또한 동사의 **연결조정**은 3 개년 추이를 고려하여 5%를 적용하였다.

호텔&레저 무성장

총 비용 상승률 10%

영업이익은 매출액-연결조정-재료비-인건비-기타영업비용으로 계산한다. 이 중 **재료비, 인건비, 기타영업비용을 통합하여 영업비용이라는 계정으로 사용한다**. 영업비용은 최저임금 증가로 인한 물가상승률 그리고 원화 약세로 인한 비용 증가 요인 등을 고려하여 **총 비용 상승률을 10%로 설정하였다**.

단위(원)	2017	2018	2019E
TR 매출	3,576,185,000,000	4,236,960,000,000	4,872,504,000,000
호텔&레저 매출	468,249,000,000	531,824,000,000	531,824,000,000
연결조정	- 32,934,000,000	- 55,111,000,000	- 57,866,550,000
영업비용	3,938,413,841,395	4,504,568,209,628	5,045,116,394,783
영업이익	73,086,000,000	209,104,790,372	301,345,055,217

자료 : 한국외국어대학교 증권투자연구회 POSTRADE 추정

## 목표주가 산출

보수적 설정 위해  
Multiple 16 책정

동사의 퍼포먼스를 제대로 추정하기 위하여, 동사의 EBITDA 를 추정함에 있어 영업이익+감가상각비+순이자비용-투하자본으로 계산하였다. 순이자비용은 최근 3 년동안의 금융수익과 금융비용의 평균을 고려하였으며, 투하자본 또한 최근 3 년동안의 유형, 무형자산 취득액의 평균으로 산정하였다. 동사의 적절한 EV/EBITDA Multiple 을 산정하기 위해, 회기적으로 Multiple 을 산정하였다. 최근 4 년 중에서 사드와 한한령으로 인해 동사의 EV/EBITDA Multiple 이 최저였던 2016 년 시점의 Multiple 인 16.03 을 동사의 적정 Multiple 로 산정하였다. 따라서 19 년도 추정 EBITDA 에 적정 Multiple 16 을 곱한 후, 총 발행 주식 수로 나누어 목표 주가를 추정하였다.

따라서 Target Price 를 130,765 원으로 산출하였으며, 현재주가 115,000 원으로 Upside Potential 이 13.7%, Trading Buy(단기매수)를 제시한다.

단위(원)	2018	2019E
영업이익	209,104,790,372	301,345,055,217
감가상각비	74,598,000,000	75,991,263,294
순이자비용	13,407,555,460	13,407,555,460
투하자본	69,975,798,351	69,975,798,351
EBITDA	227,134,547,481	320,768,075,620

EBITDA (2019E)	Multiple 16	총발행주식수	적정주가
320,768,075,620	5,132,289,209,920	39,248,121	130,765

자료: 한국외국어대학교 증권투자연구회 POSTRADE 추정

출처: 호텔신라 기업보고서, POSTRADE 3 팀

# “BUY”

## 결론

### 관광객 수 증가 예측

### 안정적, 또 안정적

먼저 경기적 측면에서 봤을 때, **관광객(외국인, 내국인)의 수는 증가추세가 이어질 것으로** 예상된다. 하지만 최저임금에 따른 **직접/간접비용의 증가**로 비용부담이 예상되나, 최근 경제악화에 따른 최저임금의 인상 속도 조절이 예상된다. 따라서 이후의 **추가적인 부담은 적을 것으로** 추측할 수 있다. 또한 사업적인 측면에서 모든 사업이 **안정적으로 유지될 여력**을 갖고 있다.

그러므로 안정적인 현금흐름과 사업 특성에 따른 추가적인 상승여력을 기대할 수 있을 것으로 전망된다.

만약에 본 리서치팀의 예상대로 동사의 업황이 개선되고 안정적으로 현금흐름을 유지한다면, 밸류에이션 파트에서 제시한 목표주가는 언제든지 동사의 하방 경직성으로 제시하는 최소 기업가치로 변할 수 있다.

이때 동사의 적정 주가는 19 년도 Forward EBITDA 에 Multiple 25 배를 적용한다. 따라서 현재주가 115,000 원에서 상승여력 77.67%, 목표 주가 204,320 원을 제시하면서, 투자이사결정 BUY 를 제시한다.

## APPENDIX 손익계산서

단위 : 십억원	2017	2018	2019E
매출액	3514.7	4713.7	5346.5
매출원가	1866	2462.2	2889.9
매출총이익	1648.6	2251.5	2642.6
판관비	1575.6	2042.4	2318.2
영업이익	73.1	209.1	301.3
EBITDA	144.5	227.1	320.8
이자수익	7.6	10.9	10.8
이자비용	22.5	18.6	16.5
당기순이익	25.3	110.3	203.6

## 재무상태표

단위:원	2016	2017	2018
<b>자산</b>			
I.유동자산	1,046,138,620,184	1,167,700,143,429	1,272,150,381,332
현금및현금성자산	346,650,586,957	474,418,582,798	281,904,024,505
기타금융자산	16,972,026,929	19,208,180,491	30,399,880,478
매출채권및기타채권	184,159,385,550	160,321,649,586	202,673,064,601
II.비유동자산	961,822,221,911	1,051,476,687,590	1,031,591,747,005
기타금융자산	100,390,477,988	173,653,335,903	195,677,520,318
유형자산	706,919,811,848	693,083,835,691	696,935,272,889
무형자산	48,170,637,839	43,785,328,130	47,984,778,702
자산총계	2,007,960,842,095	2,219,176,831,019	2,303,742,128,337
<b>부채</b>			
I.유동부채	706,932,904,986	879,356,712,566	1,002,732,634,441
매입채무및기타채무	330,831,341,392	404,375,759,826	537,324,050,101
기타금융부채	146,102,881,208	158,259,613,613	157,190,123,756
II.비유동부채	639,487,252,373	671,682,263,458	535,946,037,629
장기기타채무	22,496,406,706	10,860,294,664	16,799,564,909
기타금융부채	7,153,178,200	3,295,738,800	2,572,097,800
부채총계	1,346,420,157,359	1,551,038,976,024	1,538,678,672,070
<b>자본</b>			
자본금	200,000,000,000	200,000,000,000	200,000,000,000
자본잉여금	196,555,683,971	196,555,683,971	196,555,683,971
기타자본	-104,474,163,364	-104,474,163,364	-104,474,163,364
기타포괄손익누계액	-1,840,804,810	-6,160,336,141	-3,034,260,983
이익잉여금	371,299,968,939	381,564,323,625	475,364,976,138
II.비지배지분		652,346,904	651,220,505
자본총계	661,540,684,736	668,137,854,995	765,063,456,267
<b>부채및자본총계</b>	<b>2,007,960,842,095</b>	<b>2,219,176,831,019</b>	<b>2,303,742,128,337</b>

자료: 한국외국어대학교 증권투자연구회 POSTRADE 추정

출처: 호텔신라 기업보고서, POSTRADE 3 팀

**NOTICE**

본 보고서는 한국외국어대학교 증권투자연구회 POSTR<sup>A</sup>DE 리서치 결과를 토대로 작성되었습니다. 이 자료에 게재된 내용들은 충분히 신뢰할 수 있는 자료 및 정보를 기초로 작성된 것이나, 그 자료 및 정보의 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없습니다. 해당 보고서는 투자 결과에 대한 어떠한 보장도 행하는 것이 아닙니다. 따라서, 이 분석보고서는 어떠한 경우에도 법적 책임 소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 또한, 이 분석 보고서의 지적재산권은 한국외국어대학교 증권투자연구회 POSTR<sup>A</sup>DE 에 있음을 알립니다.