

바이시그널 기업분석

호텔신라 (008770ks)

김민우 방준식 이경수 오지영 장혜준
조성준 조현우 한채원

기업개요



국내 국내 호텔 부문 최대 규모 상장사
2Q 매출 8,669억원(-26% YoY)
2Q 영업이익 672억원(+56% YoY)



호텔 사업

더 신라

최고급 럭셔리 호텔
5성급
서울, 제주 위치

THE SHILLA
HOTELS & RESORTS

신라 모노그램

해외 진출 브랜드
다낭에 위치
5성급


SHILLA MONOGRAM

신라 스테이

비즈니스 호텔
4성급
전국 14개

 SHILLA STAY

기업개요 : TR 사업

해외점 : 싱가포르, 홍콩
국내점 : 인천공항, 김포공항
시내점 : 서울, 제주점



분석 선정 이유

1) 폭발적인 영업이익 성장률

2분기 영업이익률 7.75% (2019년 5.17%)

2) 유커 수혜주

명동, 인천공항, 제주도에 면세점 운영 중

3) 호텔롯데 이탈, 향후 1위?

인천공항 입점 성공

산업분석 : TR 산업

TR 산업

장점

수익성이 좋음 (<-> 백화점)

단점

- 1) 진입장벽 높음
정부허가, 초기 투자비 높은 편
- 2) 경기민감도 높음
고정비 높음, 수요 변동성 높음

산업분석 : TR 산업

<따이공 구조>



국내 면세점



따이공



정의 : 중국과 한국을 오가는 보따리상
송객수수료가 일종의 알선수수료

치솟았던 송객수수료, FIT 증가로 하락 중

산업분석 : 호텔 산업

$ADR = \text{객실 수익} / \text{판매된 객실 수}$

$OCC = (\text{판매된 객실 수} / \text{판매 가능 객실 수}) \times 100$

차트 3: 서울 관광호텔 객실평균요금(ADR), 2008 — Q3/2022

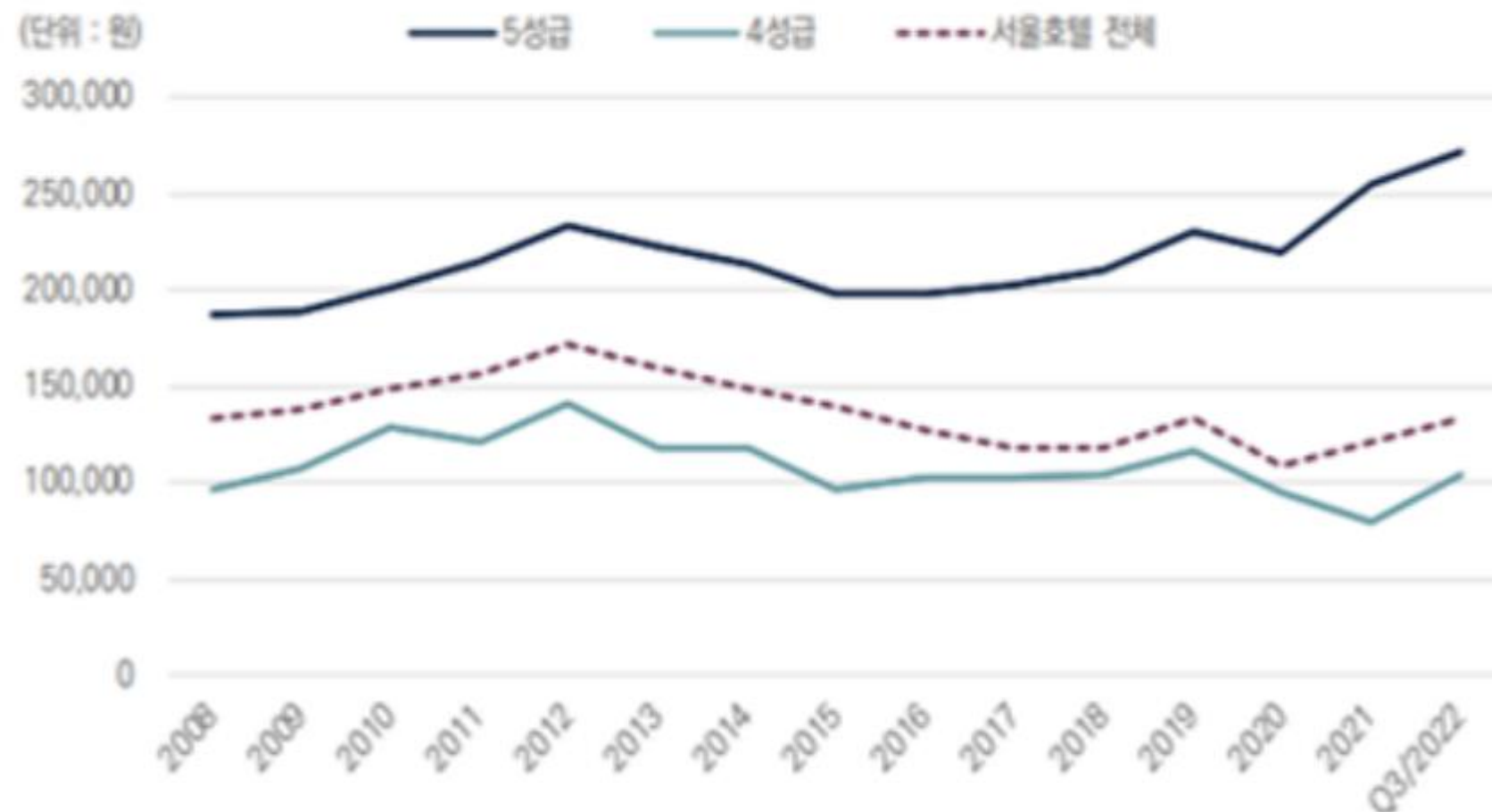
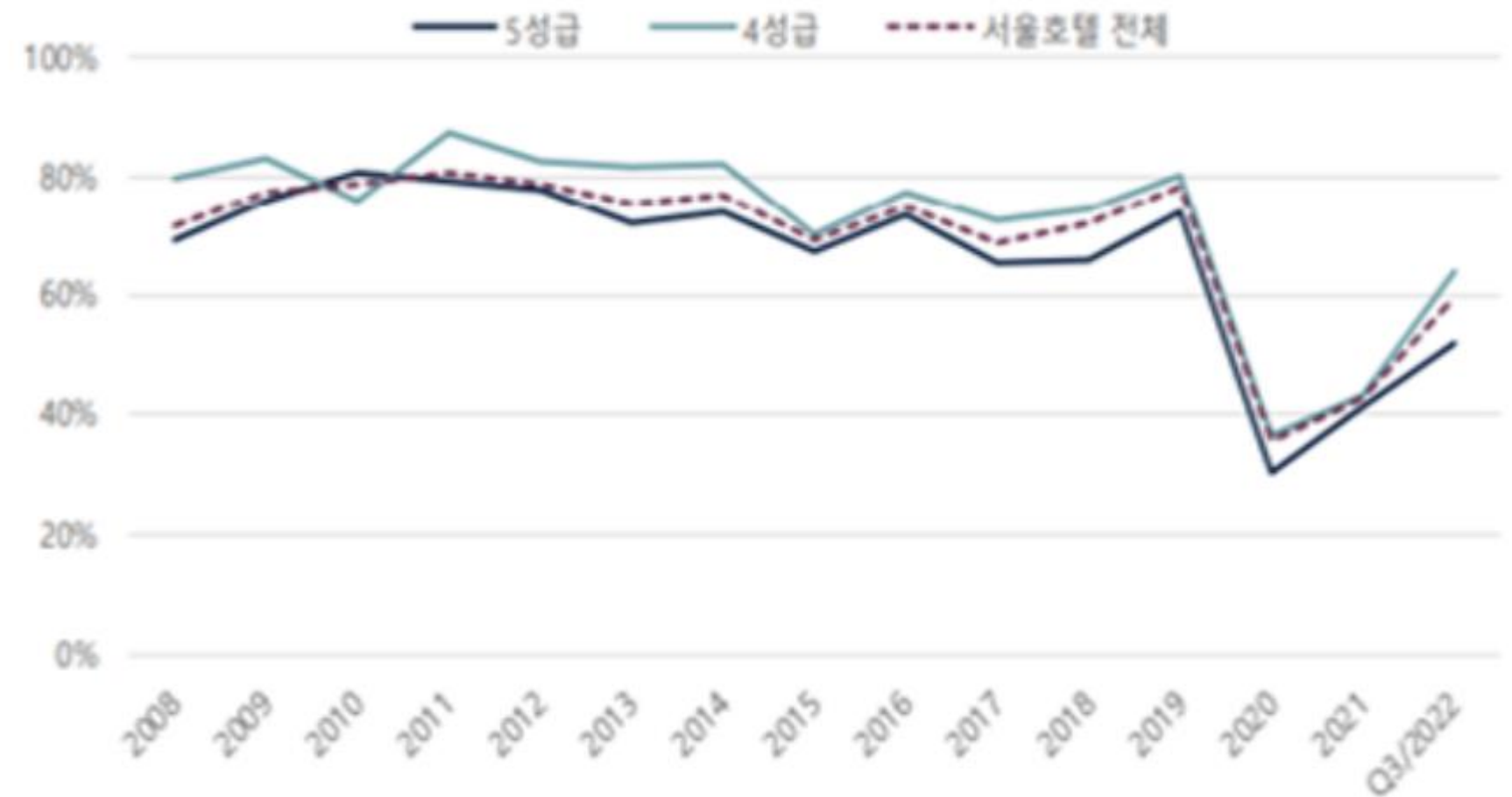
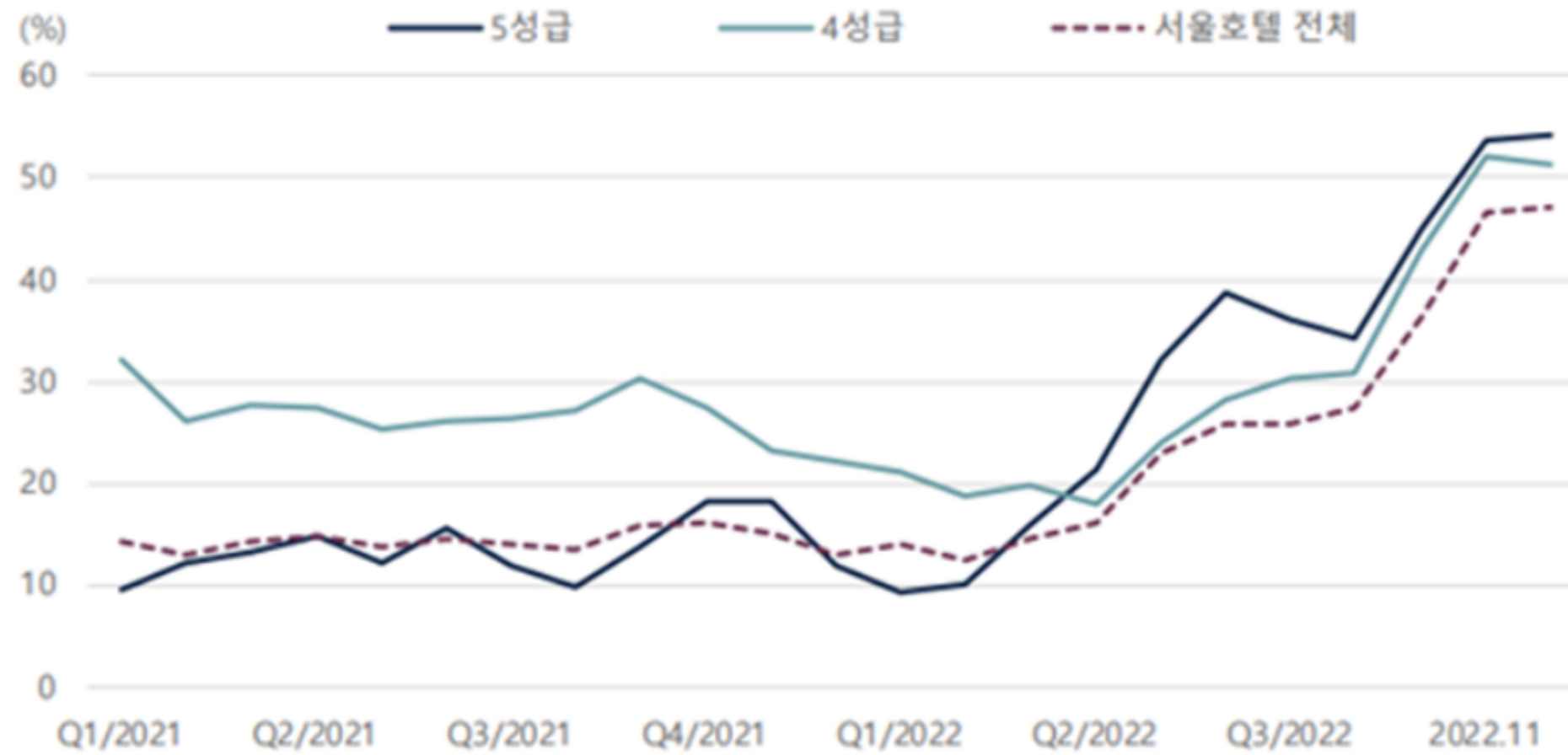


차트 4: 서울 관광호텔 객실 이용률(OCC), 2008 — Q3/2022



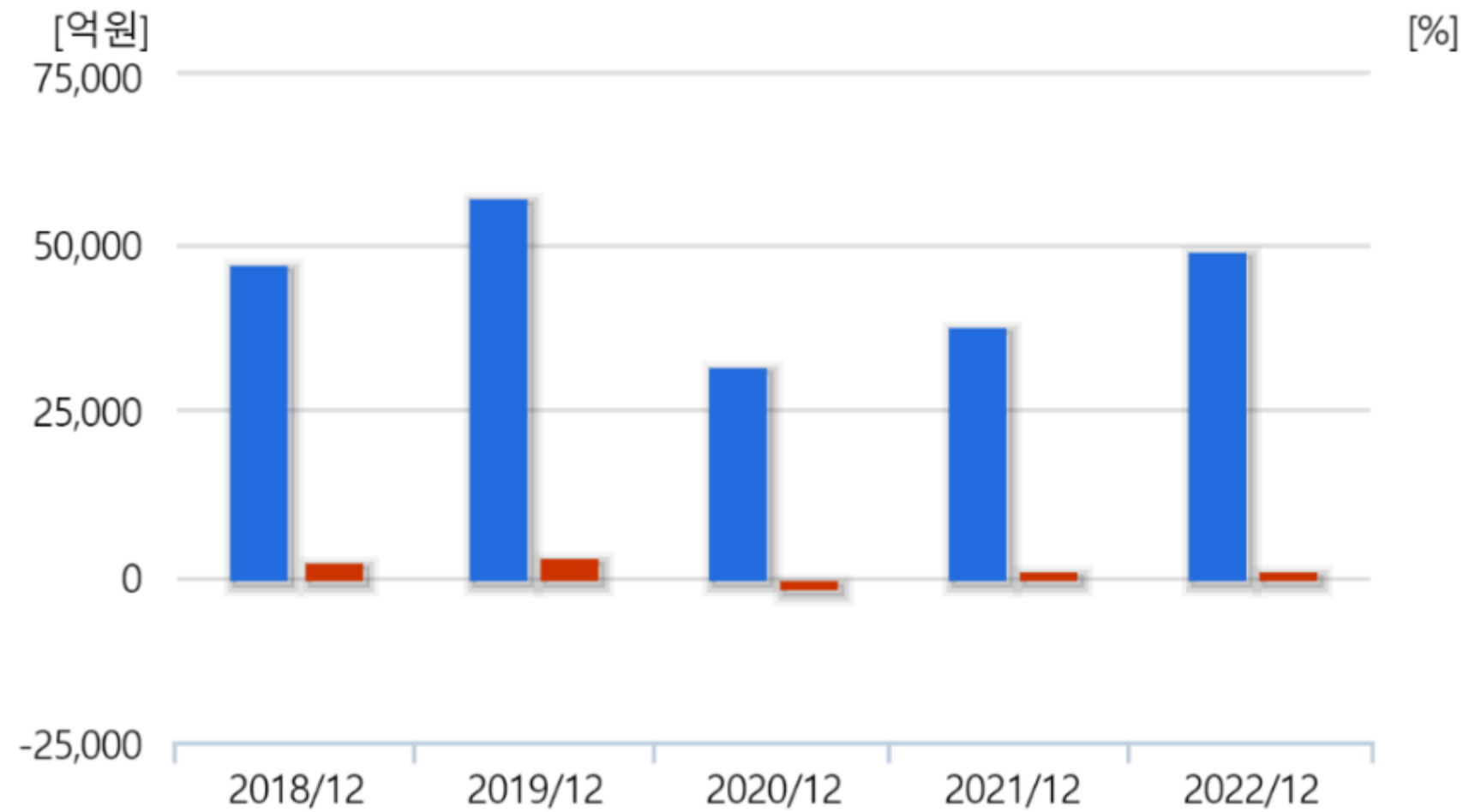
산업분석 : 호텔 산업

차트 2: 등급별 외국인 이용비율, 2021.01 — 2022.11



- 중국인 관광객 회복 완전하지 않음
- 일본인 관광객과 규모 비슷한 수준

[호텔신라 5개년 매출추이]



최근 추세 : 매출 하락, 영업이익 증가

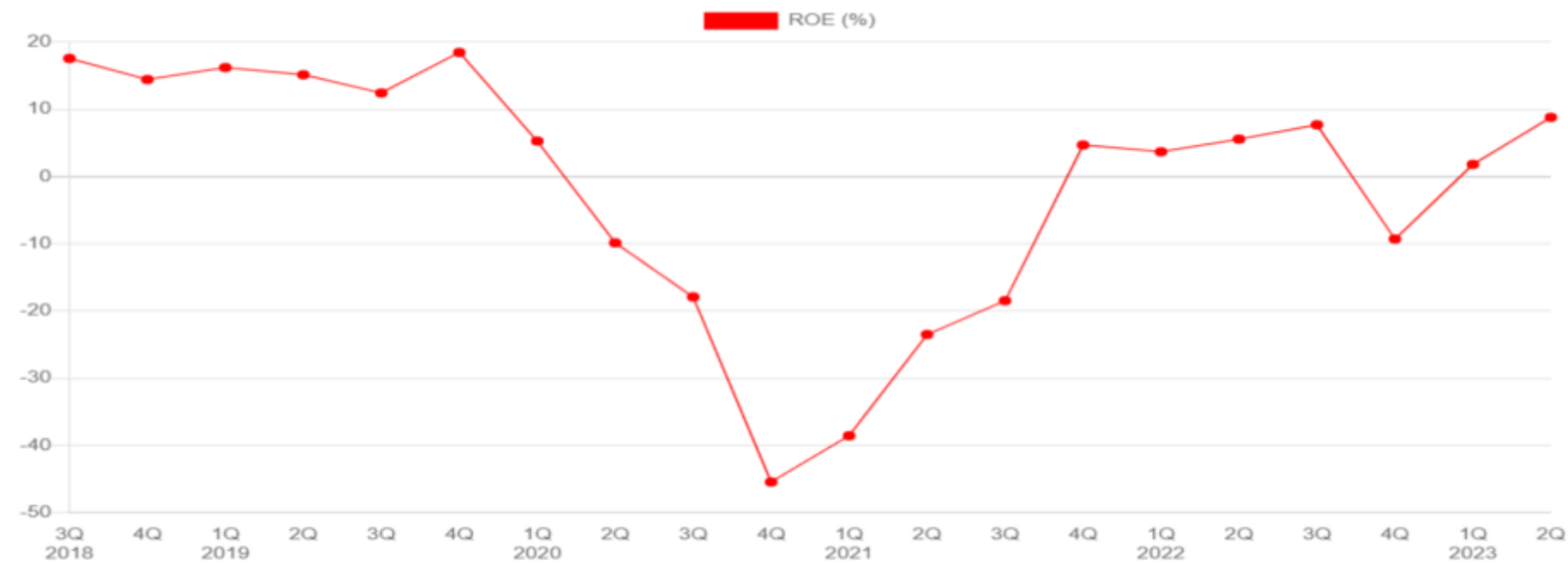
이유 :

- 1) 시내점보다 공항점 집중
- 2) 타이공 알선 수수료 하락
- 3) 일본, 대만 법인 청산

기업주요사항

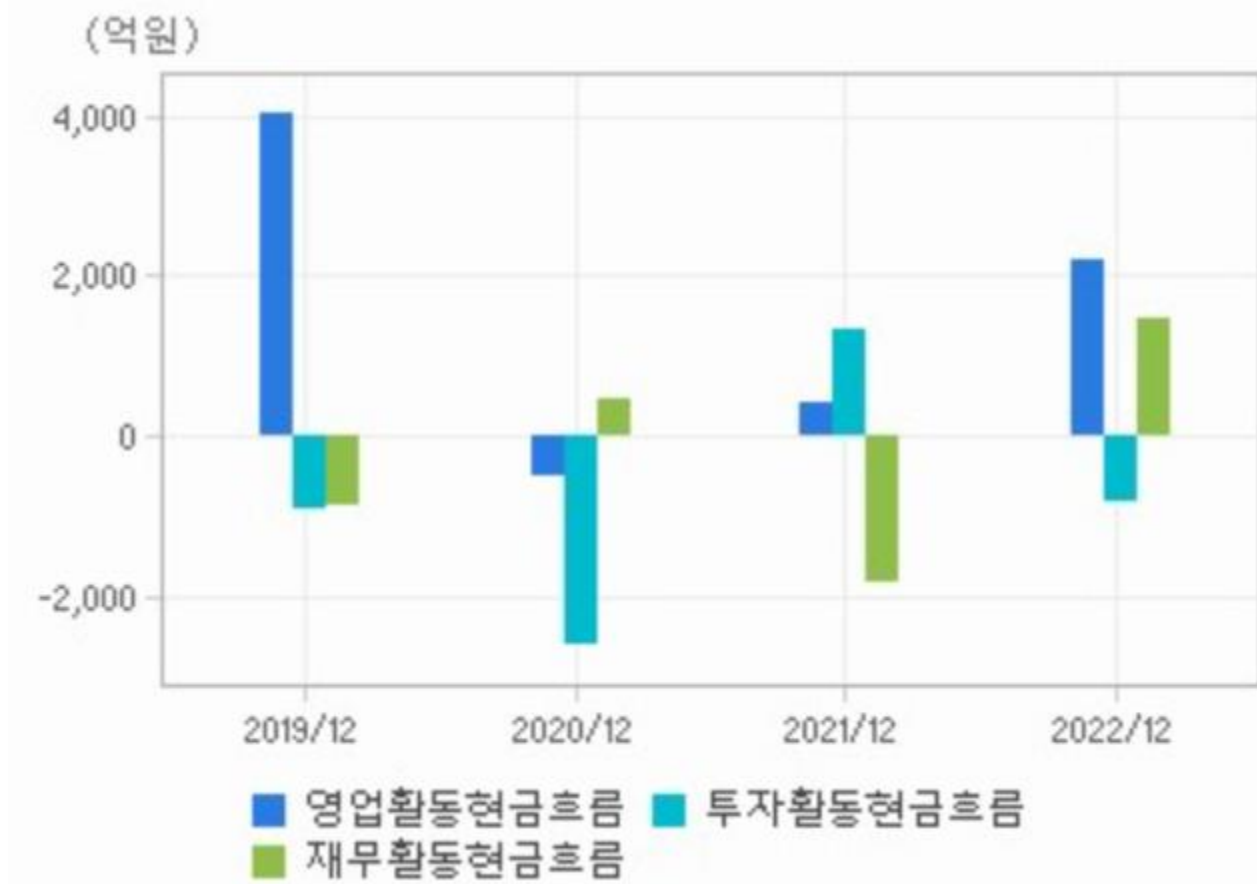
	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23
매출액증가율	41%	15%	-31%	-25%
영업이익증가율	27.22%	-	128%	55.56%
EBITDA증가율	12.01%	-54.24%	44.32%	32.24%

알선수수로 하락으로 다이공 이탈
매출액 증가율은 감소했으나, 영업이익 증가율 상승

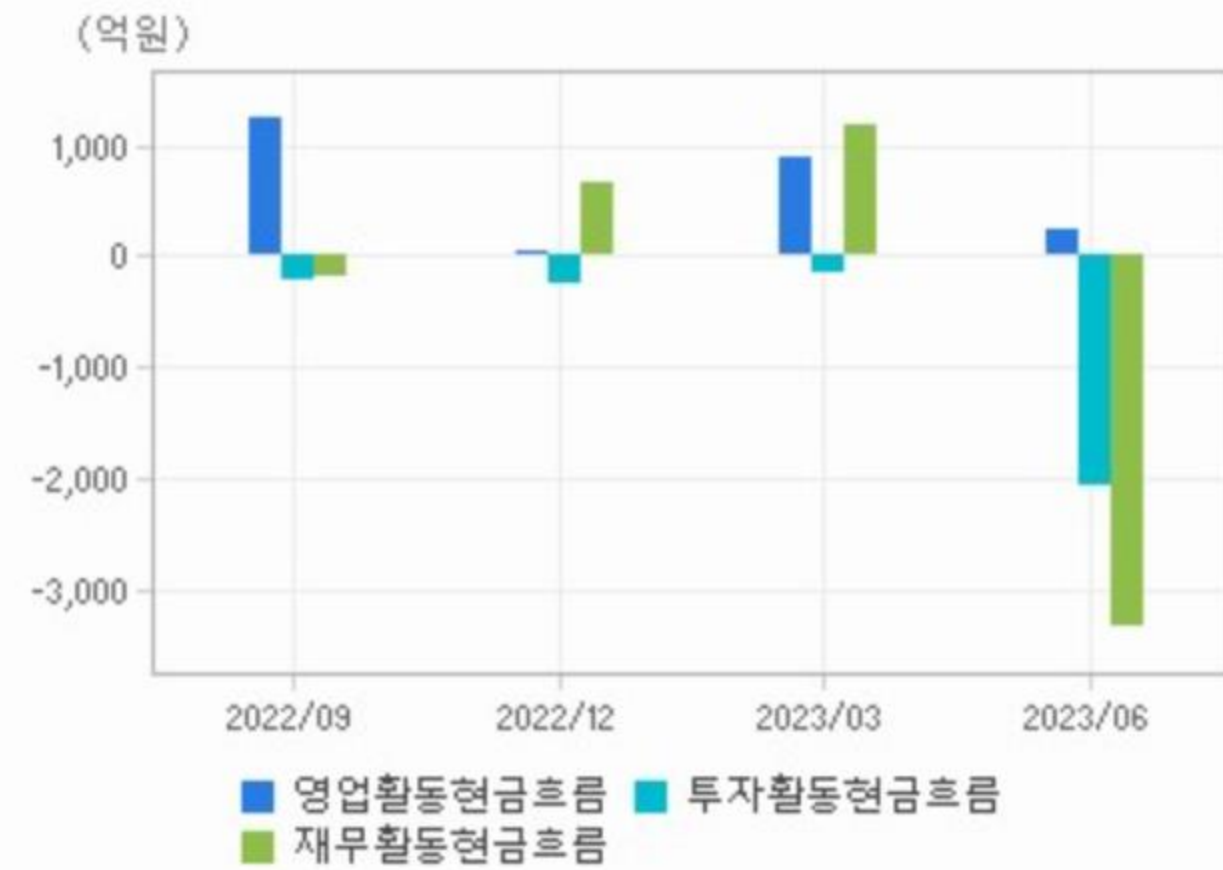


영업이익 회복에 힘입어
ROE도 4Q23 이후 반등 중

기업주요사항



코로나 이후 영업활동현금흐름 회복세



특히 2분기부터 투자활동 재개
차입금 상환 시행

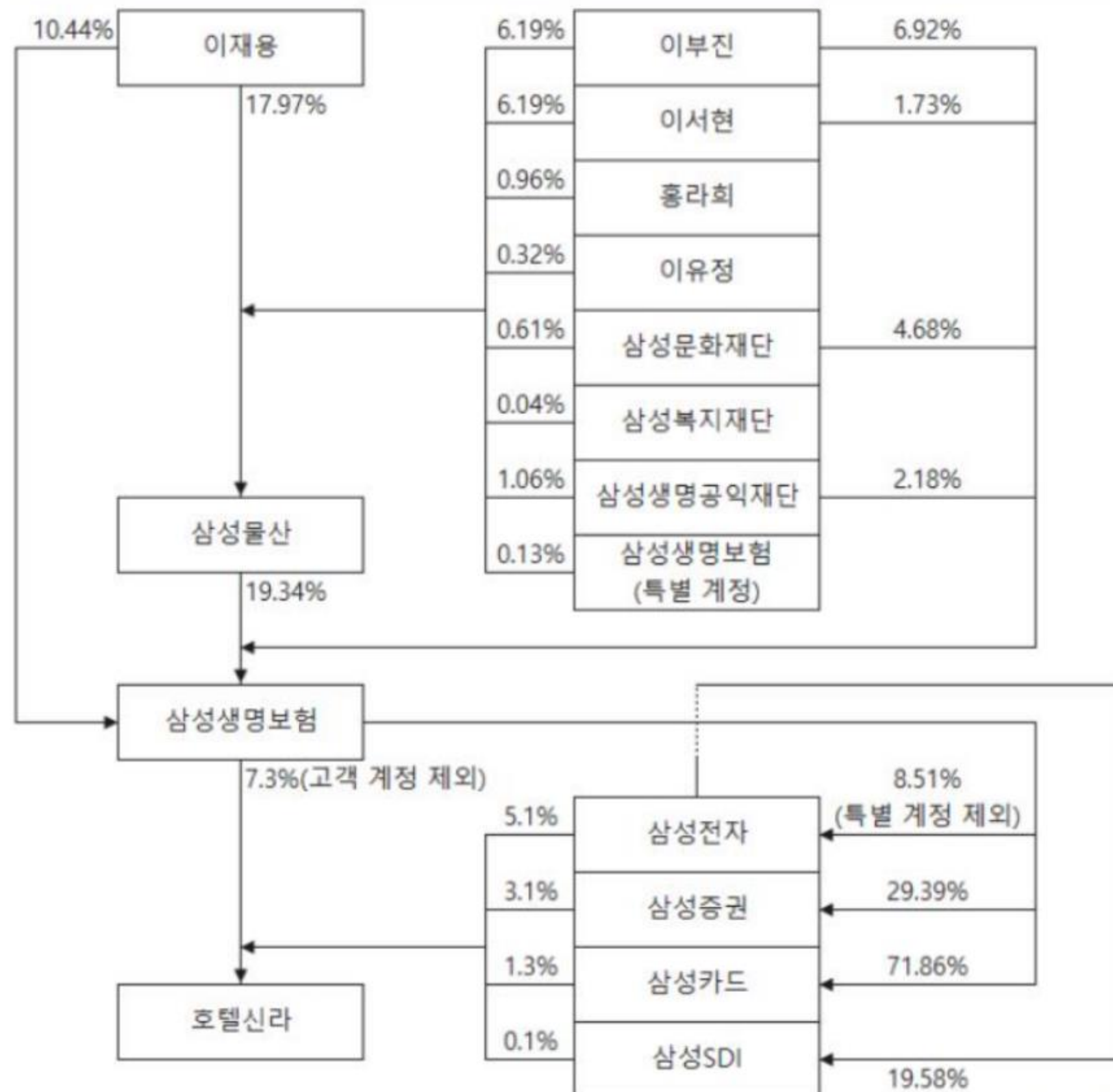
기업주요사항



대표이사(사장) 이부진

삼성물산 → 삼성생명 → 호텔신라

호텔신라 지배구조(2023년 3월 말 기준)



2023년 영업이익
2분기 기준 672억원 (YOY +56%)

[원인]

전분기 대비 소매 고객 15% 증가
페이백률 추가적인 개선
해외점 영업이익의 증가
TR부문의 영업이익 432억

전사 영업실적 (2023년 2분기)

■ 매출 8,669억원으로 전년비 -26% 감소
영업이익 672억원으로 전년비 56% 증가

(億円)

	'22,2Q	'23,2Q	전년비	'23,1Q	전분기 비
매출	11,659	8,669	-26%	7,521	15%
TR	10,101	7,001	-30%	6,085	16%
호텔&레저	1,558	1,588	2%	1,436	11%
영업이익	432	672	56%	345	95%
TR	148	432	192%	252	71%
호텔&레저	284	240	-15%	93	158%
영업이익률	3.7%	7.8%	4.1%p	4.6%	3.2%p

출처: 호텔신라 IR보고서

투자포인트

2. 중국인 관광객 증대 및 낙수효과

2016년8월__206만7155명
-----사드 및 한한령-----
2022년8월__4만3675명
2023년8월__**93만1272명**

도표 10. 중국인 입국자수



투자포인트

2. 중국인 관광객 증대 및 낙수효과

(1) 국경절 유입 유커, 다이공 GT

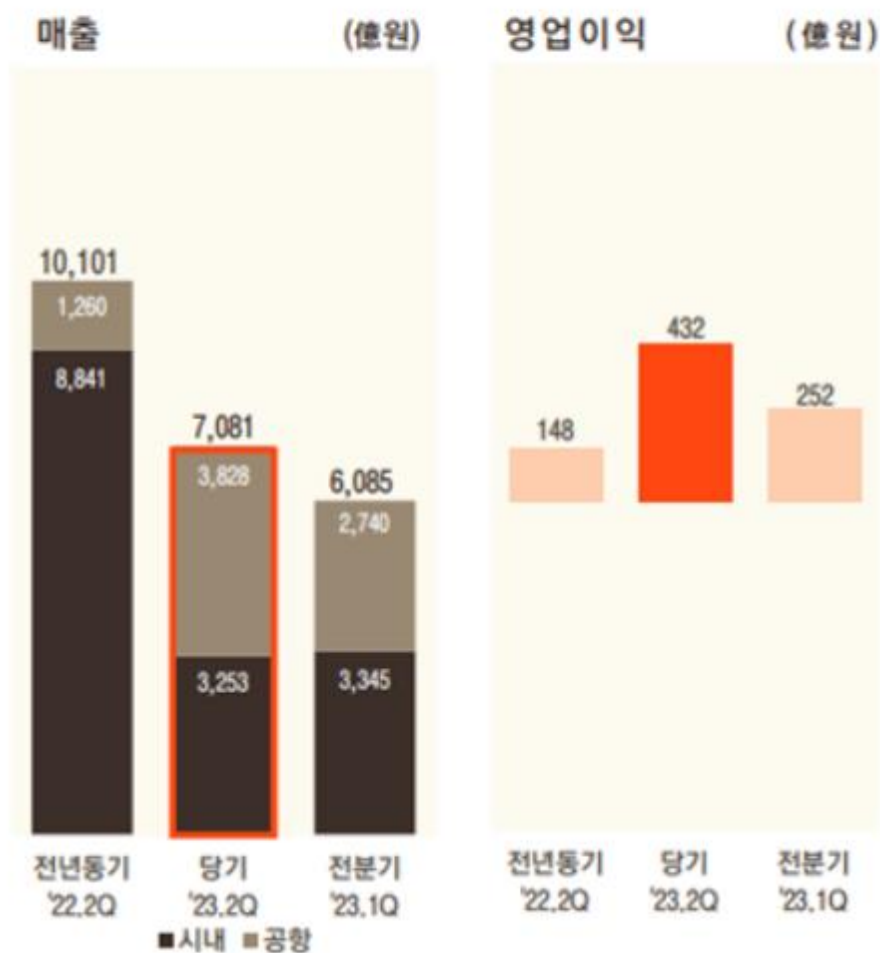
→ 호텔신라 점유율 30%로 계산한
단체관광객 매출액 1조원 전망

(2) 후쿠시마 방류로 반일 감정 격화

→ 일본여행 30% 취소

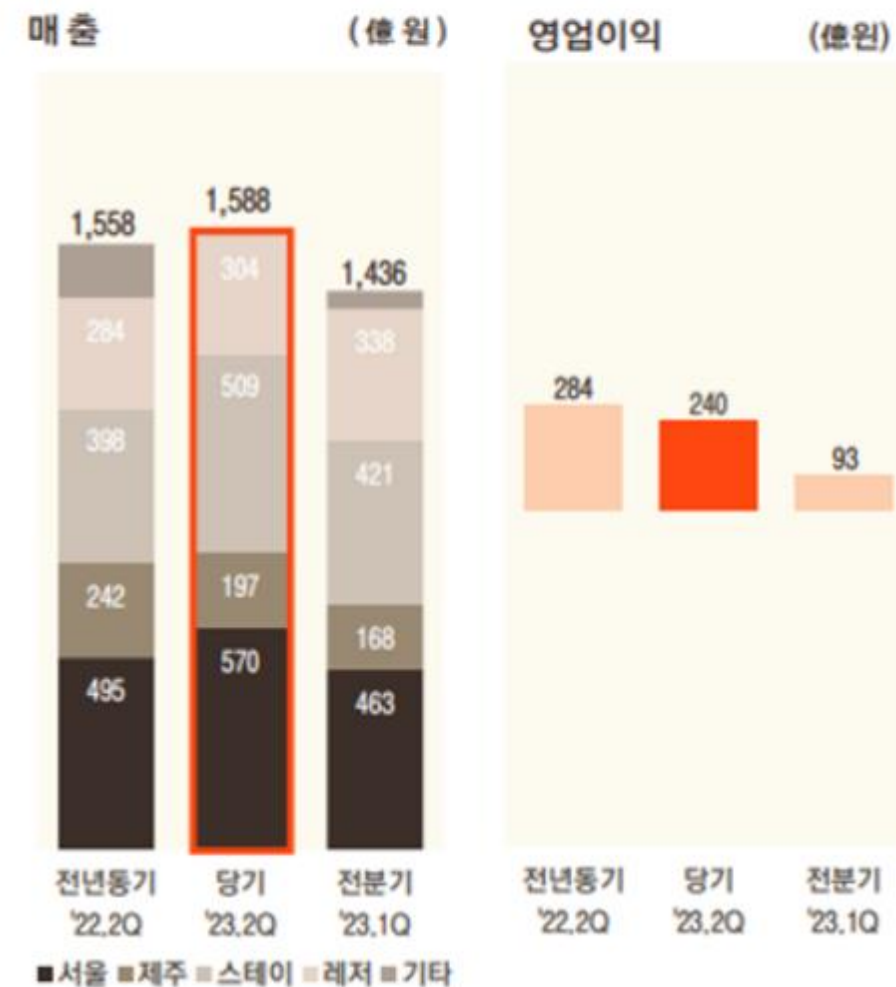
TR 부문

■ 매출 7,081억원으로 전년비 -30% 감소
■ 영업이익 432억원으로 전년비 192% 증가



호텔&레저 부문

■ 매출 1,588억원으로 전년비 2% 증가
■ 영업이익 240억원으로 전년비 -15% 감소

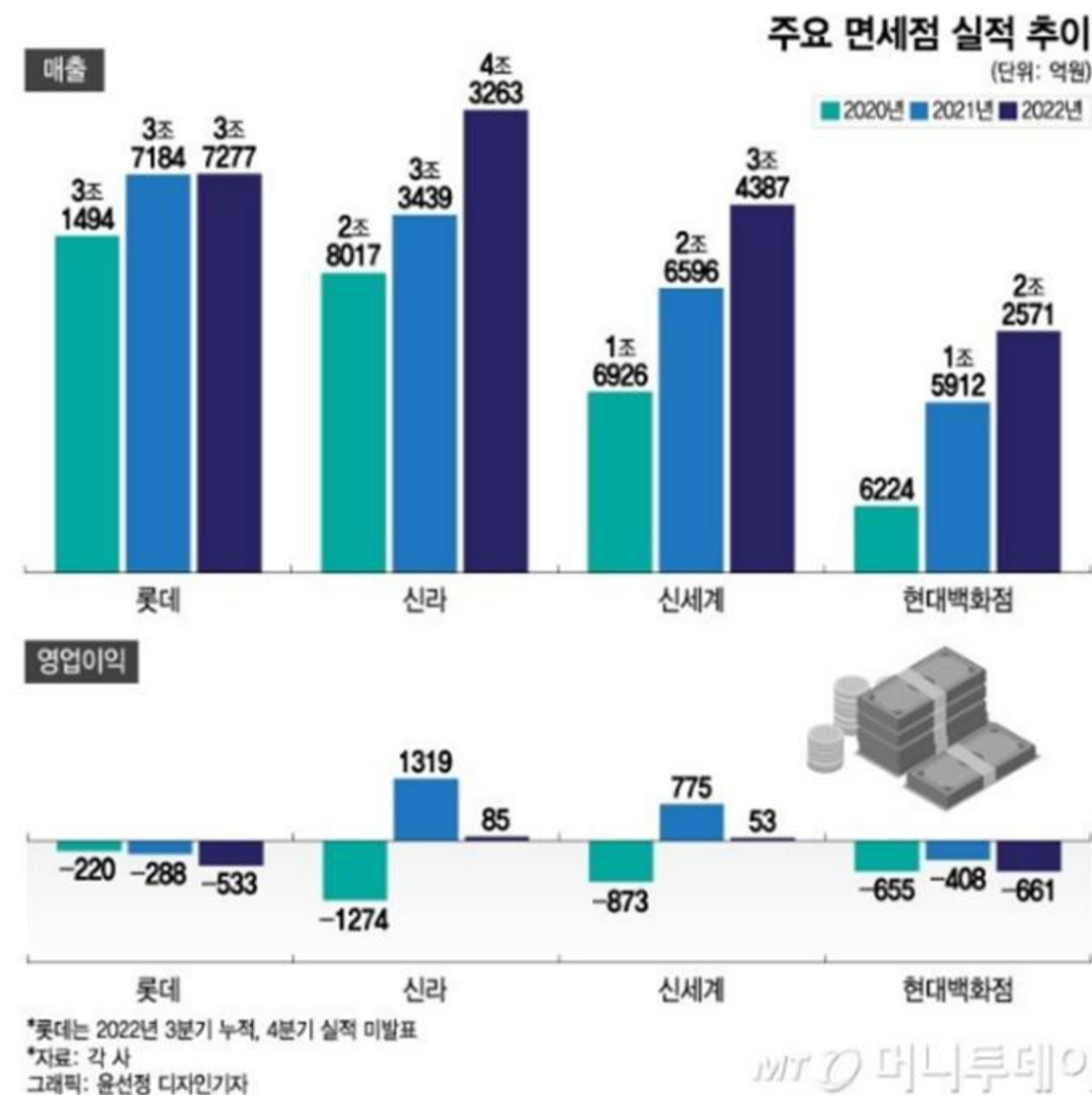


투자포인트

3. 인천공항 면세점 입찰 성공과 업계1위 탈환

인천공항 면세점 입찰과정

- 롯데면세점 탈락
- 롯데 전체 매출 10% 하락 예상
- 호텔신라의 면세점 확대효과
- 호텔신라 업계 1위 탈환 가능



투자포인트

3. 인천공항 면세점 입찰 성공과 업계1위 탈환

올해부터 면세점 임대료 책정 방식

고정 최소보장액(고정 임대료) → '여객당 임대료'

공항 여객수에 따라 산정하기 때문에

임차료 부담 완화 및 수익성 개선

위안/달러 환율 **상승** 시

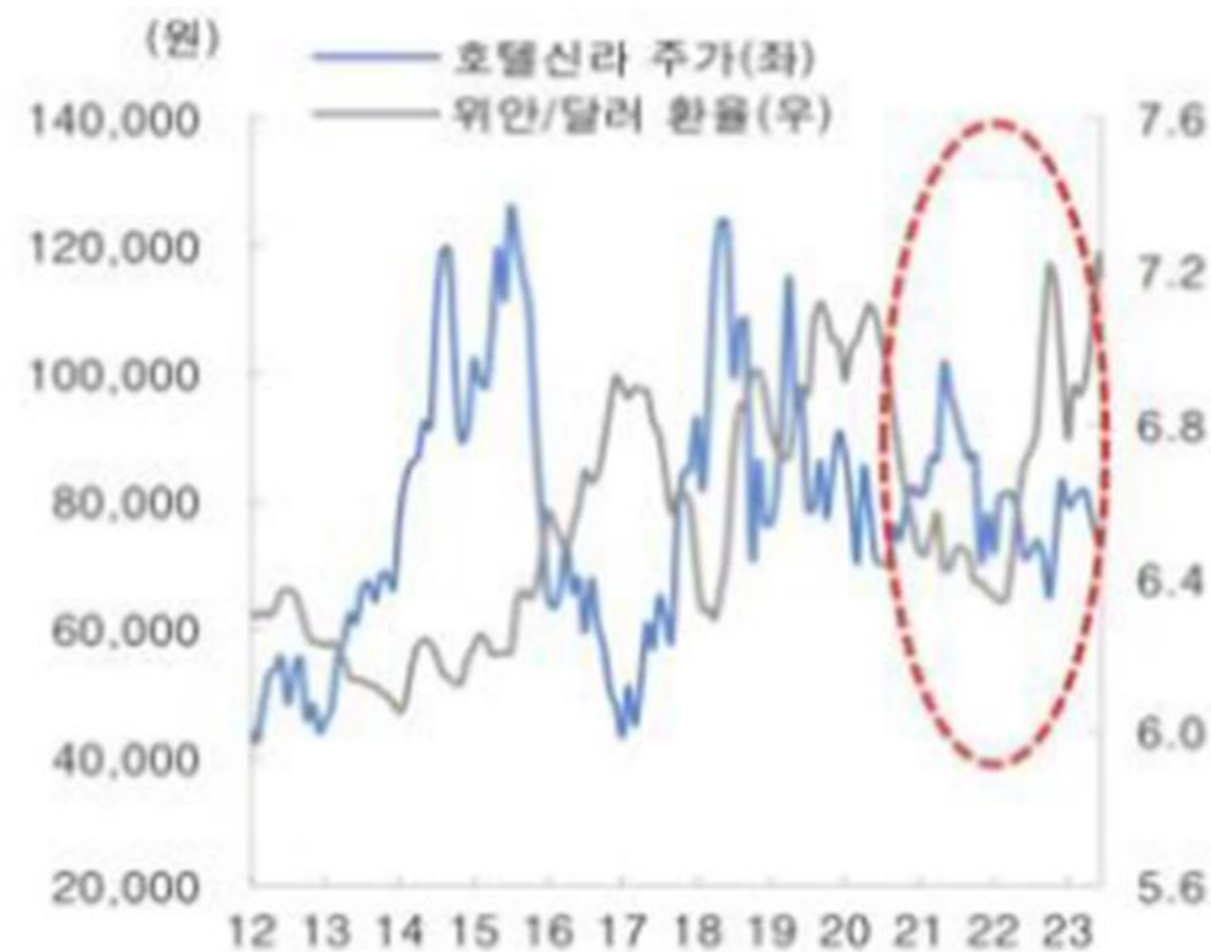
→ 위안화 가치 하락

→ 다이공 수익성 하락

→ 여행 수요 감소

→ 호텔신라 주가 **하락**

그림 1. 호텔신라 주가 vs. 달러 대비 위안화 환율



출처: 대신증권 리서치 센터

리스크

2. 중국의 자국 면세 육성 사업

하이난 면세 등 자국 면세사업 육성
2022년10월,
CDF하이커우 국제 면세타운 오픈



4대 면세점 신규 운영 위해
지난 7월 단기차입금 1500억원 증가
총 1년 안에 갚아야 할
총 단기차입금 → **3100억원**

단기차입금 증가결정

1. 단기차입내역	차입금액(원)	150,000,000,000	
	자기자본(원)	539,783,949,565	
	자기자본대비(%)	27.8	
	대규모법인여부	해당	
2. 단기차입금총액 변경내역 (원)		차입전	차입 후
- 기업어음(원)		0	0
- 금융기관 차입(원)		160,000,000,000	310,000,000,000
- 당좌차월한도(원)		20,100,000,000	20,100,000,000
- 금융기관외의 자로부터 차입(원)		0	0
- 사모사채(만기 1년이하)(원)		0	0
- 기타차입(원)		0	0
- 단기차입금 합계(원)		180,100,000,000	330,100,000,000
3. 차입목적		인천 4기 신규 운영 등 류통성 확보	
4. 차입형태		금융기관 차입	
5. 이사회결의일(결정일)		2023-07-12	

1. EBIT 추정
 2. CAPEX 추정
 3. 순운전자본 추정
 4. 무형자산상각비 추정
 5. WACC 추정
- DCF 결과

1. EBIT 추정_매출액 추정

TR부문

상반기에 비해 관광객 수 66% 상승 추정

→ 하반기 매출액 2조원 추정

→ 2023년 총 매출액 3조3213억원 추정

호텔&레저부문

올해 OCC 80% 유지 중

매출액 연평균 5%의 성장 추정

1. EBIT 추정_영업비용 추정

TR부문

송객수수료율 조정

→ 영업이익률 증가

→ 영업비용을 매출액의 94% 추정 (2022년 99%)

호텔&레저부문

영업비용을 매출액의 90% 추정

밸류에이션

1. EBIT 추정_영업비용 및 법인세 추정

이자비용

이자율 3.53% 적용

차입금 2023년 1조2100억원 → 매년 10%씩 부채 감소 추정

법인세

법인세/(매출-영업비용)의 비율이 12~15%

(매출-영업비용)이 커짐에 따라 비율이 늘어나는 것을 고려하여 추정

취득 및 자본적 지출

건설중인 자산 항목이 취득 및 자본적 지출의 93% 정도를 차지해왔기 때문에
취득 및 자본적 지출 총액은 $1.08 \times$ 건설중인 자산으로 계산

감가상각비

건물, 건물부속설비, 가구집기비품에 대한 감가상각비가 90% 정도의 비중을 차지
각각의 항목에 대한 감가상각비를 추정하고
그 값에 1.1을 곱한 값으로 총 감가상각비를 계산

STEP 1

2016~2022년까지의
매출채권회전율, 재고자산회전율, 매입채무회전율 구한 후 평균

STEP 2

추정한 매출과 영업비용에
매출채권회전율, 재고자산회전율, 매입채무회전율의 평균을 대입해
추후 매출채권, 재고자산, 매입채무, 운전자본의 증감 추정

4. 무형자산상각비 추정

산업재산권

2020년 기점으로 높아진 후 1억5천만원 내외 발생
2028년까지 1억8천만원으로 추정

기타 무형자산

2023년 하반기는 상반기와 같은 수치: 133억원 추정
2024년부터는 150억원 추정

자기자본조달비용 (CAPM)

블룸버그 무위험수익률

한국공인회계사회 9% 주식위험수익률

업계 5Y 베타 평균치

→ 자기자본조달비용 **10.96%**

타인자본조달비용

2023년 반기보고서 기준,
차입금 이자율 바탕 가중평균
세율 23%

→ 타인자본조달비용 **2.0999%**

Cost of Debt	3.53%
Tax Rate	23%
Debt Ratio	77.29%
Weighted Cost of Debt	2.0999%
Risk Free Rate	3.74%
Equity Risk Premium	9%
Levered Beta	0.8025
Cost of Equity	10.96%
Equity Ratio	22.71%
Weighted Cost of Equity	2.4893%
WACC	4.5892%

(단위 : 천원)	2022	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	Residual CF
Sales	4,922,008,727	3,975,102,000	4,923,360,000	5,367,051,270	5,801,052,021	6,270,898,554	6,779,808,293	7,330,964,891
Sales growth rate%	30.24%	-19.24%	23.85%	9.01%	8.09%	8.10%	8.12%	8.13%
Operating expense	4,785,813,372	3,743,660,700	4,642,872,000	5,014,399,685	5,420,828,966	5,860,880,711	6,337,567,668	6,853,882,265
OPM%	2.77%	5.82%	5.70%	6.57%	6.55%	6.54%	6.52%	6.51%
EBIT	188,101,280	260,080,147	297,322,270	352,733,902	369,183,383	387,294,998	407,137,327	428,763,203
-EBIT에 대한 세금	43,263,294	59,818,434	68,384,122	81,128,798	84,912,178	89,077,849	93,641,585	98,615,537
-CAPEX	99,287,583	98,550,000	109,350,000	144,900,000	144,900,000	144,900,000	144,900,000	144,900,000
-순운전자본 증가(감소)	12,639,545	89,528,413	47,060,591	41,513,811	44,936,931	48,667,839	52,702,118	
+감가상각비	43,991,205	44,550,000	44,550,000	69,300,000	69,300,000	69,300,000	69,300,000	69,300,000
+무형자산상각비	13,857,820	13,334,954	15,180,000	15,180,000	15,180,000	15,180,000	15,180,000	15,180,000
FCFF	90,759,882	70,068,254	132,257,556	169,671,294	178,914,274	189,129,309	200,373,624	269,727,666
Discount rate(WACC%)	4.5892%							
Period(Year)		0.5	1.5	2.5	3.5	4.5	5.5	
Present value factor		0.9778	0.9349	0.8939	0.8547	0.8172	0.7813	0.7813
Present Value of Cash Flow		68,513,761	123,648,836	151,666,944	152,911,652	154,549,445	156,553,288	

FCFF의 순현재가치(NPV)	807,843,925
영구성장률(%)	1.00%
Terminal Value	7,514,912,788
Terminal Value의 현재가치	5,871,452,942
기업가치	6,679,296,867
+현금 및 현금성자산	216,551,754
+기타 금융자산	107,217,426
-이자 발생 부채	1,713,163,001
-소수주주지분(비지배지분)	32,367
-우선주	38,600,000
적정시가총액	5,251,270,679
발행주식수(주)	39,248,121
주당가치(원)	133,797
현재주가	84,700
상승 여력	57.97%

추정한 값들을 통해 구한 FCFF와 Terminal Value의 순현재가치를 더해 6조6793억원의 기업가치가 도출되었고, 이를 주식수 3924만8121주로 나누어 목표 주가 133,797원(Upside 58%)을 제시한다

Q&A