

# THE SHILLA

호텔신라(008770)

BUY

## 기업분석 리포트

-최종보고서-

2005. 11. 19.



SNU Midas Investment Club

고급화 브랜드 전략의 성공~!

서울대 투자연구회 Team 1

김홍범, 강지훈, 김선용, 김인규, 조재유, 신동민, 정윤경, 윤서진

### 1. 기업 개요

호텔 신라는 1973년 삼성그룹의 호텔사업부에서 (주)임피리얼 호텔 이라는 명칭으로 설립된 이래 79년 서울 호텔을 전관 개관하고, 88년 제주 호텔을 기공하는 등 사업을 확장했다. 이후 86아시안게임, 88서울 올림픽을 거치면서 한국의 대표적인 호텔 브랜드로 자리잡게 되고, 각국의 정상들의 한국 방문을 유치함으로써 한국적인 호텔로 국제적인 이미지를 쌓아가게 된다.



<제주 호텔 신라>

# THE SHILLA

삼성 그룹의 계열사로 해외의 주요 바이어들과 관광객들을 유치하면서 호텔업을 발전시키고, 이와 함께 면세점, 외식 산업을 성장시켜 나갔다. 최근에는 세계 유수 권위지의 세계 Best hotel에 선정되는 등 명성을 쌓아나가고 있으며, 2002년 월드컵을 맞아 한일 월드컵 VIP Hotel로 지정되기도 하였다.

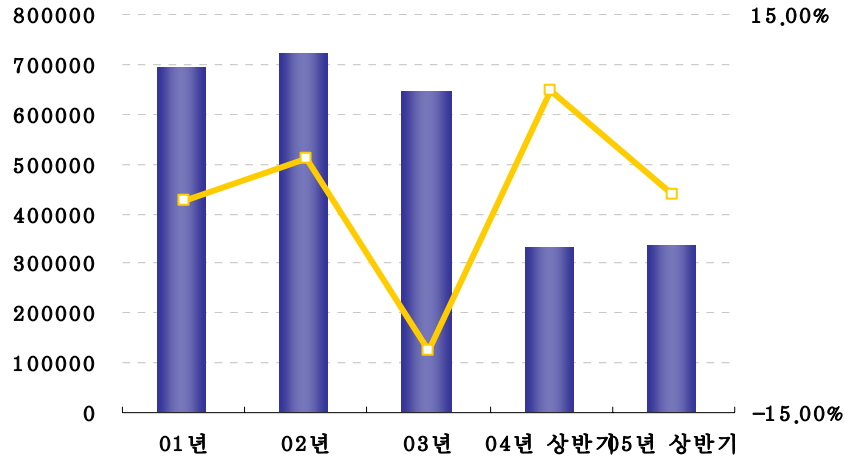
03년 이후 새로운 경영 체제가 확립되면서 앞으로 사업 부문의 수익성 향상과 신규 사업의 유치를 통해 새로운 Business Model을 만들어가기 위해 노력하고 있으며, 지속적인 투자를 통해 사업 영역을 확장시켜 나갈 계획이다.

일자	내용
1972.03.14	삼성그룹 호텔사업부 창설
1973.05.09	(주)임피리얼 호텔 설립
1973.11.01	호텔기공식 상호 변경(호텔신라)
1979.03.08	서울호텔 전관개관
1986.07.02	면세점 개업
1988.03.25	제주호텔 신라 기공식
1991.03.12	주식상장
1991.04.19	제주신라호텔 한,소 정상회담 개최
1996.04	영국Economy지 서울의 베스트 호텔 1위 선정
1996.04	제주신라호텔 한,미 정상회담 개최
1996.06	제주신라호텔 한,일 정상회담 개최
1998.01	미국 Leader magazine지 세계 10대 호텔 선정
1999.05	홍콩 Asian Business지 아시아 최고 호텔로 선정(2년연속)
2001.11	ASIAN BUSINESS지 아시아에서 가장 존경받는 기업 선정
2002.06	FIFA 2002 한일 월드컵 VIP 투숙호텔
2004.11	미국 Zaga 지 선정, “전세계 Top 100 Hotels”
2004.11	미국 Conde Nast Traveler 지 선정 “Top 50 Asia Hotels”

# THE SHILLA

## 1. 산업 분석

<호텔업 시장 규모(서울 9대 호텔 기준)>

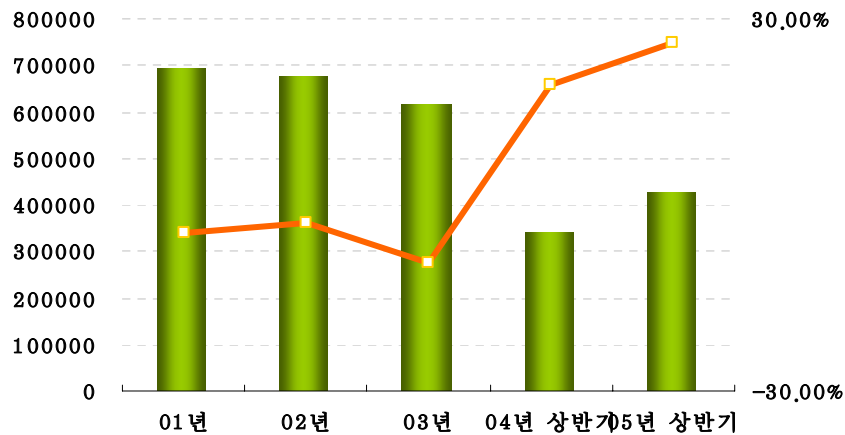


(단위, 백만원 / 반기 보고서 참조)

호텔업의 경우 90년대 말 정부가 관광호텔업을 사치향락업종으로 분류하여 세제상의 불이익이 많았으나, 국민의 정부 출범 이후 99년 5대 국정 지표로 선정하면서 2001년 한국 방문의 해, 2002년 World cup유치 등을 통해 지속적으로 육성하고 있다.

월드컵 이후 잠시 성장세가 주춤했으나 2004년부터 미국, 일본의 경기 회복세에 힘입어 외국인 관광객이 소폭 성장세에 있다. 하지만 한류 열풍의 감소로 05년 일본인 관광객 수는 전년 대비 감소할 것으로 전망된다.

<면세점 사업 시장 규모(서울지역)>



# THE SHILLA

(단위, 천\$ / 반기 보고서 참조)

03년 이후 일본 경기 회복에 힘입어 꾸준히 시장 규모가 상승하고 있으며, 05년 들어 일본인 관광객이 주춤한 사이 국내 출국자수 증가하면서 새로운 산업 성장이 되고 있다.

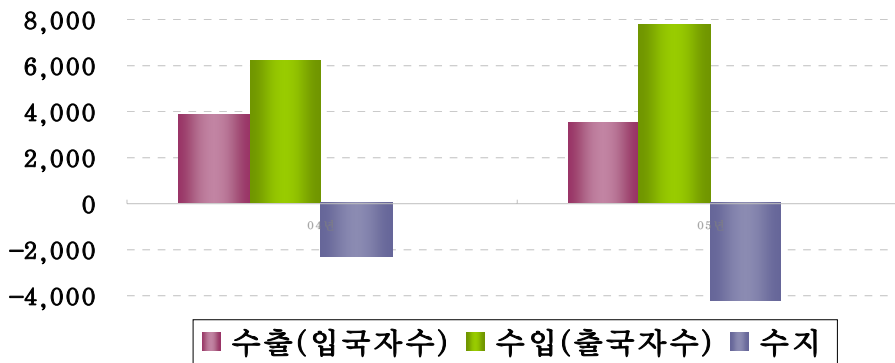
## (1) 호텔 산업 특징

일반적인 호텔 산업 특징	국내 호텔 산업 특징
-숙박 및 식음료 서비스	-비즈니스 서비스
-비즈니스 서비스	-연회 서비스 (외식 사업 위탁 경영)
-스포츠, 레저	-면세점 사업
-문화 서비스	-스포츠, 레저
	-문화 서비스

- 주5일 근무제, 소득 증대 → 수요 증가
- 최신 기술 도입, 대형화, 시설 고급화 혁신 시도
- 초기비용 커 계열기업 편입 추세
- 관련산업 연계, 공동마케팅(부가서비스 제공) → 고객 유인, 매출 증가
- 레크레이션 / 웰빙 시설 → 다양한 고객 욕구 노력

## (2) 관광 산업 특징

<04~05년 관광수지>



(단위, 천 \$ / 문화관광부)

주5일 근무 이후 여가 시간의 증대로 내국인의 해외 출국이 늘어나고 있다.

# THE SHILLA

## <출국자 현황>



자료: 호텔신라

04년 이후 일본인 관광객 수가 감소하고 내국인 출국자수는 꾸준히 상승하고 있다.

## 2. 기업 분석

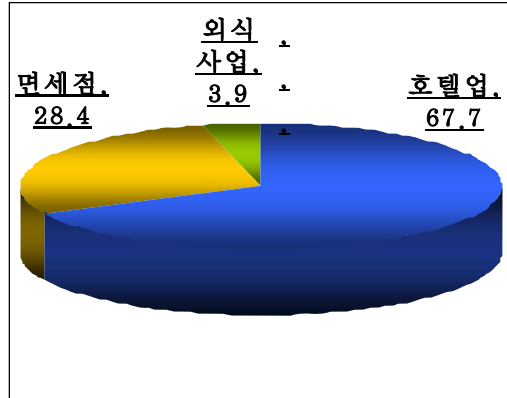
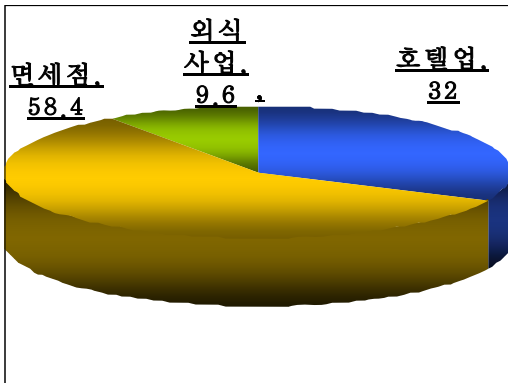
### (1) Biz model analysis

(단위 :백만원)

사업부문	품 목	매출액(비율)	매출총이익(비율)	비 고
서울호텔	객실 등	50,131(23,5)	21,857(46,5)	객실 및 식음료 판매
제주호텔	객실 등	18,083(8,5)	9,979(21,2)	객실 및 식음료 판매
면세점	상품 등	124,922(58,4)	13,346(28,4)	면세백화점용 상품판매
외부사업	식음료 등	20,590(9,6)	1,854(3,9)	위탁경영사업 및 외식사업
합계		213,726(100,0)	47,036(100,0)	

<반기보고서 참조>

# THE SHILLA



<매출액 비율>

<매출총이익 비율>

매출액 비중은 면세점(58.4%), 호텔업(32%), 외식사업(9.6%) 순으로 구성되어 있고, 매출 총이익 비중은 면세점(28.4%), 호텔업(67.7%), 외식사업(3.9%) 순으로 구성되어 있다. 호텔업이 상대적으로 마진율이 높다는 것을 알 수 있다.

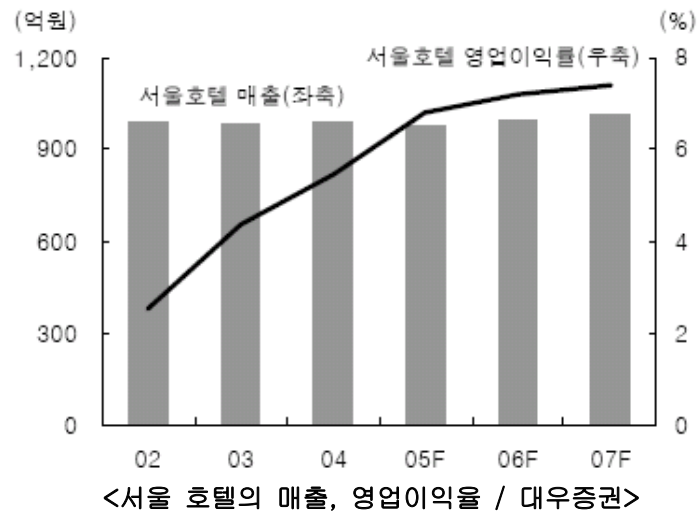
## (2) 호텔 사업 부문 - 수익성 개선

	신라호텔	롯데호텔
저렴한 수준의 business room	400000(8평)	390000(9.3평)
보통 수준의 business room	480000(11평)	430000(12.7평)
VIP용 businessroom	2000000(27평)	1000000(26.3평)
최고급 suite room	7500000(110평)	8000000(139평)

호텔 신라의 경우 서울 호텔 13.9%(롯데18.3%), 제주호텔 33.5%(롯데 34.6%) 정도의 시장점유율을 기록하고 있다. 하지만 객실수에서 서울지역 505개(롯데 1479 + 533개), 제주지역 429개(롯데 500개) 정도의 차이를 감안한다면 호텔 신라의 고급 브랜드 전략이 주효했다고 할 수 있다.

호텔 신라의 호텔 사업 부문 매출액은 전체의 32% 정도를 차지하고 있다. 하지만 영업이익율의 경우 지난 2002년 2.6%까지 떨어지면서 수익성 악화가 심각한 문제였으나, 이후 경영진의 브랜드 고급화 노력에 힘입어 2004년 5.4%(2005년 예상 6.8%)까지 회복되었다.

# THE SHILLA



## -서울 호텔 : 지하 아케이드 매장의 신설

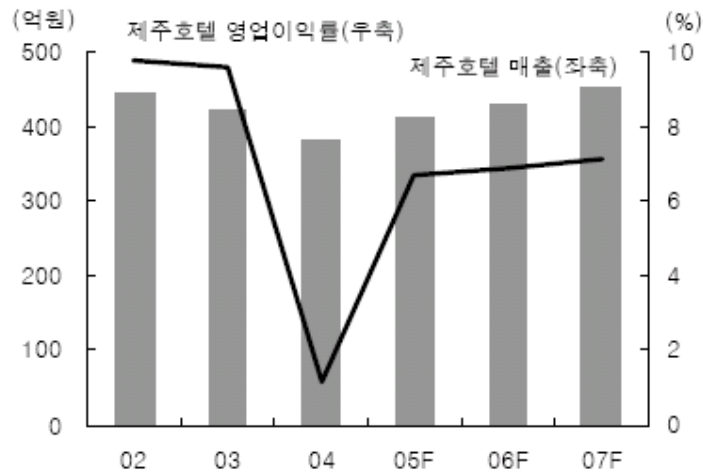
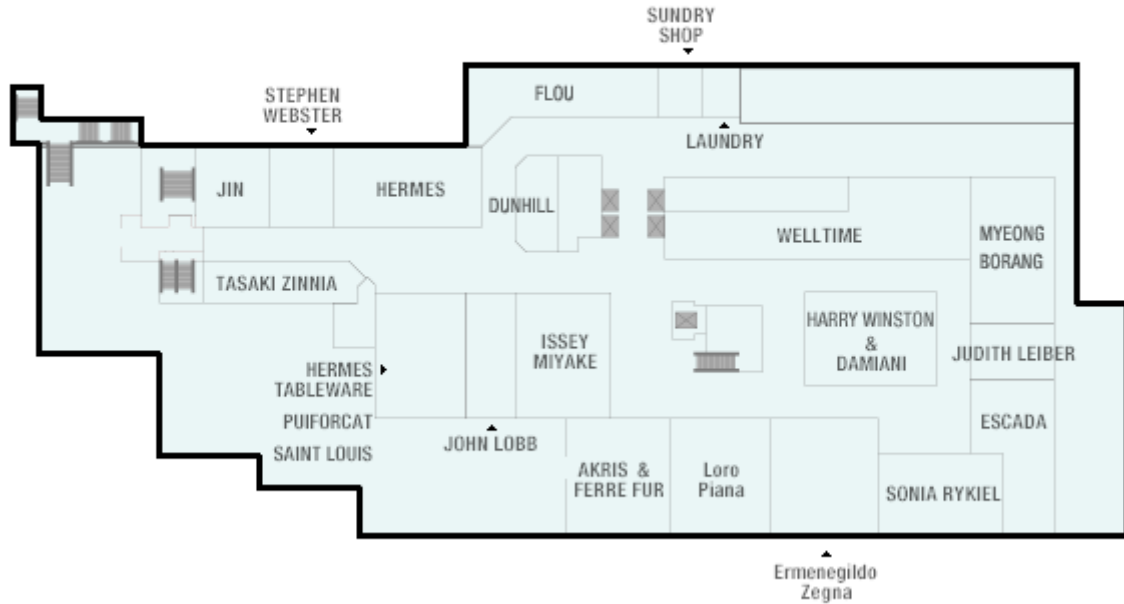
2003년 이후 식음료 사업 정리의 일환으로 2004년 4분기에 수익성이 낮았던 서울 호텔 지하의 한식, 중식, 이태리 식당을 정리하고, 대형명품 임대매장을 신설했다.

HERMES, HARRY WINSTON, JUDITH LEIBER 등의 해외 고급 브랜드를 들여옴으로써 호텔 내 웨딩홀과 연결된 혼수 명품 매장으로 새롭게 런칭했다.



# THE SHILLA

## ARCADE LAYOUT



<제주 호텔의 매출, 영업이익율 / 대우증권>

-제주 호텔 : 내국인 수요 증가, 법인 고객 유치

제주 호텔의 경우 2004년 매출 379억으로 최근 5년간 최저 수준을 기록했는데, 2004년 말부터 시작된 내수 경기 회복으로 올 해 예상 매출액은 400억이 넘을 것으로 보이며, 영업이익율 또한 6% 이상으로 신장될 것으로 보인다.

턴어라운드 결정적인 계기는 내수 경기의 회복과 삼성내 법인 고객의 유치인데, 이를 바탕으로 2006년에는 2005년 대비 6.8% 신장된 429억원 수준의 매출을 달성할 것으로 보인다.



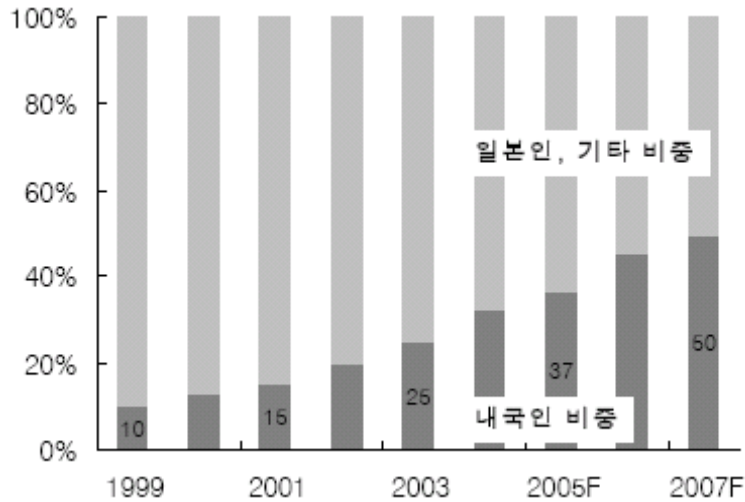
# THE SHILLA

## (3) 면세점 사업 부문 - 내국인 이용을 증가

현재 면세점은 전국적으로 총 12 곳 정도가 있다. 서울에는 총 8 곳이 있는데 (롯데백화점(3 곳), 워커히, SKM, 동화, 한진, 호텔 신라), 이 중 롯데(54%) 호텔신라가 (24%)로 과점 체제를 이루고 있다. 호텔 신라는 2004년 새롭게 리모델링을 하면서 브랜드 고급화 전략을 통해 면세점 사업 부문의 수익성을 개선시켜 나가고 있다.

### -면세점의 주요 고객

일본인(68%), 내국인(32%)의 고객 비중을 보이고 있다. 하지만 최근 한류 열풍의 감소에 따라 일본인 관광객 비중의 감소하고, 내국인의 비중이 높아지고 있다.

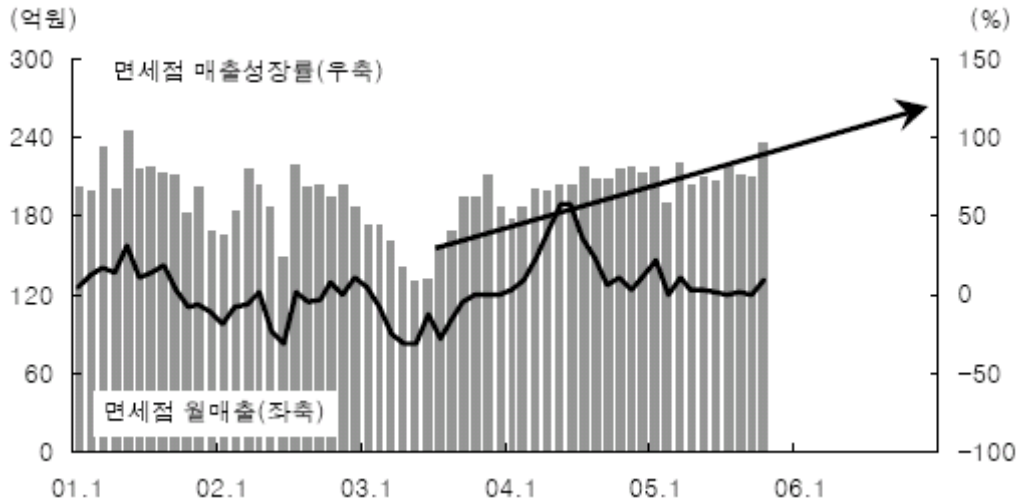


<호텔 신라 면세점 내국인 비중 / 대우증권>

### -면세점의 수익성 향상 (내국인 - 화장품 매장 확대)

최근 내수 경기 회복에 힘입어 일본인 관광객의 감소에도 불구하고, 내국인 출국자수의 증가로 면세점 매출이 증가하고 있다. 외국인 관광객의 경우 유치 커미션이 5%정도 드는데 반해 내국인의 경우 유치 비용이 없어 향후 수익성 측면에서도 개선될 것으로 보인다. 또한 지난 반기 대비 올해 반기매출액은 2.6% 정도 향상된 수준이었으나, 최근 여름 기간 동안 내국인을 위한 화장품 매장(제품 비율 13.2%) 개편 이후 10월 매출액은 전월 대비 27억 상승한 236억원을 기록했다.

# THE SHILLA



<호텔 신라 면세점 매출 전망 / 대우증권>

## -면세점 고급화 전략

호텔신라는 지난해부터 순차적으로 아케이드, 면세점, 연회장, 객실 등을 개·보수하여 과거의 '쇠락한' 이미지를 벗고 고품격 쇼핑명소로 탈바꿈하려고 노력하고 있다. 그 동안 호텔신라는 국내 최고 호텔 명성에 걸맞지 않게 인테리어가 노후한 점이 최대 문제점으로 지적돼 왔다. 호텔신라의 변신 프로젝트 1호로 최근 새 단장을 마친 호텔신라의 면세점은 업계 최초로 대리주차를 도입했는가 하면 샤넬, 에르메스 등 최고급 명품 브랜드 매장을 확대하였다.

차별화 된 서비스 : 대중교통을 이용하는 고객을 위해서는 관내 셔틀버스를 운행, 호텔 정문까지 편안하게 이동할 수 있도록 하고 있다. 시설 측면에서도 지난해 4월(2004) 로비와 외벽 등을 재단장 해 오픈한 데 이어 고객 휴식을 위한 게스트 라운지를 선보였다. 또한 유통업계 처음으로 호텔식 주차대행 서비스를 자가운전 쇼핑객 전원에게 도입하여 차별화된 서비스를 제공하고 있다.(2005.3)

## -SWOT분석

**Strength** - 철저한 고급화 전략을 필침으로써 고정 고객을 확보

**Weakness** - 매장 수가 작음

**Opportunity** - 기존 면세점 인수 또는 신규 사업 확장은 새로운 성장 기회

**Threat** - 경쟁사들의 사업 확장 또는 호텔신라의 고급화 전략과 맞물릴 때에는 고객 확보에 위협을 받을 수 있음

# THE SHILLA

## (4) 외식 사업 부문

### 1) 외부 레스토랑

탑 클라우드	종로타워 33 층. Bar 와 Grill. 최근 청계천 복원으로 매출 향상
레스토랑 피가로	예술의 전당 4 층. 레스토랑과 뷔페.
도리	삼성생명 빌딩 지하 1 층. 광동식 요리, 사천 요리.
미야코	삼성생명 빌딩 지하 1 층. 일식.
캐터스	삼성생명 빌딩 지하 1 층. 캘리포니안 바&그릴.
성원	삼성생명 빌딩 지하 1 층. 한식.
태평로	태평로 빌딩 27 층. 고급 중국 요리.

2) 아티제 : 도곡동 타워팰리스 內 Vantt 빌딩 1 층. 유럽풍 카페, 베이커리.

### 3) 신라 베이커리

-연회부분에 중점

호텔신라가 비즈니스차 한국을 방문한 외국인들을 대상으로 하는 호텔이기 때문에 그에 따른 연회도 많이 이루어지고 있다. 연회서비스는 연회장 관리, 연회 이벤트, 각종 행사에 식음료의 제공, 진행 업무 등을 담당하는 연회 서비스업무와 연회 예약 업무로 나누어지는데 연회 서비스업무팀이 외식사업부와 연계하여 행사를 진행한다.

-수익을 낮음

따라서 점차 이루어지고 있는 것이 식음료 부분을 사외업체에 맡겨버리는 것이다. 신라호텔이 바로 이런 경우인데 사내에서 이미 식음료를 전담하던 인력과 노하우를 바탕으로 사외업체를 자체적으로 만들어 문제를 해결했다. (신라호텔은 호텔 내부의 8 개의 업장을 (주)레스원에 전문적으로 맡아서 경영시키고 있다. 레스원은 1998 년 호텔신라에서 (주)휴던이라는 업체로 분사해서 운영되어 오다가 수탁업장의 전문성을 높이고 호텔의 이미지 개선을 통해서 새롭게 출범한 신라호텔의 전문 외식 수탁업장이다.) 사외 업체들도 더 이상 호텔에 기댈만한 여건이 되지 않기 때문에 수익성을 보장 받을 수 있는 부분에 대해서만 공격적인 마케팅을 하게 되었다. 체계화된 인력관리와 정형화된 메뉴 등으로 시스템화된 일반 외부레스토랑과의 경쟁에서 살아남기 위해서는 보다 전문화되고 차별화된 전략이 필요시 되고 있다.

-VIP 맞춤서비스 제공

# THE SHILLA

	2004				2005			
	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q(P)	4Q(F)
매출액	980	1,036	1,082	1,138	1,050	1,088	1,121	1,205
면세점	568	606	634	642	628	622	638	698
서울 영업장	349	329	326	402	344	363	349	412
제주호텔	63	101	122	93	78	103	134	95
영업이익	61	72	106	2	69	69	112	83
경상이익	60	62	81	-2	75	64	107	86
당기순이익	42	42	56	0	54	46	84	56

자료: 대우증권 리서치센터 예상

(단위 : 억원)

## 호텔신라 수익예상과 투자지표

결산기	매출액 (억원)	증감 (%)	영업이익 (억원)	순이익 (억원)	EPS (원)	FCF (억원)	ROE (%)	PER (배)	PBVR (배)	EV/EBITDA (배)
03.12	3,837	-7.7	214	101	251	297	2.4	21.8	0.5	7.1
04.12	4,235	10.4	241	141	351	-879	3.2	17.9	0.6	7.4
05.12F	4,463	5.4	333	240	600	326	5.3	15.8	0.8	7.8
06.12F	4,712	5.6	404	293	731	439	6.3	12.9	0.8	6.3
17.12F	4,970	5.5	453	338	845	462	7.0	11.2	0.8	5.3

## (5) 신규 사업

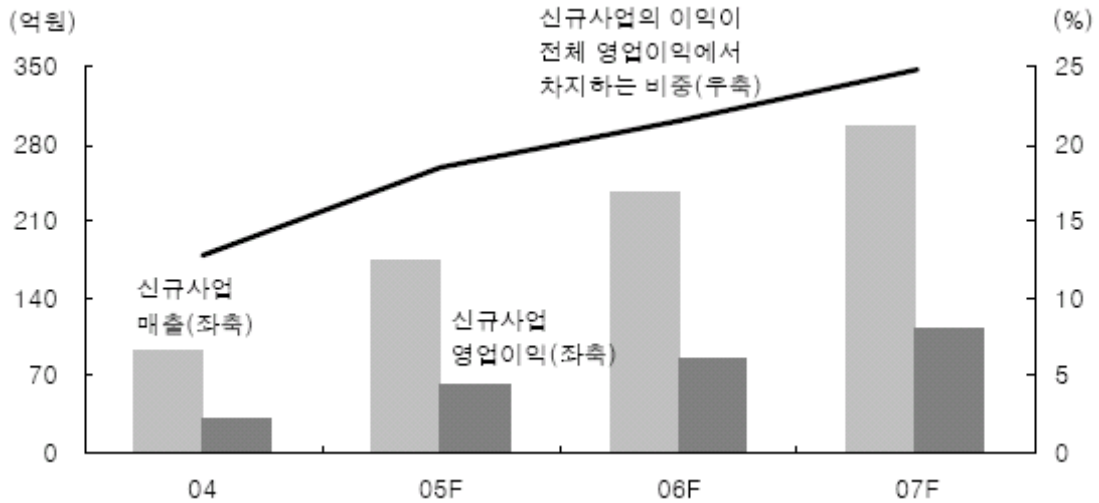
### -호텔 예약 사업

2004 년 시작한 호텔 예약 사업은 국내 기업의 해외 출장시 현지 호텔 예약을 전담해주는 서비스로 현재 삼성계열사를 중심으로 이루어지고 있지만 앞으로 국내 다른 기업들을 상대로 사업을 확장해 나갈 전망이다. **2004 년 매출액 17 억원 수준에서 2005 년 35 억원**의 매출액이 날 것으로 전망되며, 올해 삼성 해외 법인을 특별 관리하는 해외 사무소를 개설했다.

### -최고급 휘트니스 센터 Vantt & 아티제

현재 타워 팰리스 안에 있는 최고급 휘트니스 센터 Vantt 와 아티제의 체인점화를 추진하고 있다. 향후 이들 사업에서 발생하는 **매출액은 100 억원(2006 년 예상)**을 넘어설 것으로 보인다.

# THE SHILLA



<향후 신규 사업 부문 매출액 전망 / 대우증권>

### 3. 경영 요소

최근 호텔 신라의 수익성이 급격히 개선된 것은 지난 2001년 기획팀장으로 들어온 이건희 삼성그룹 회장의 장녀 이부진 상무의 영향이 크다. 이부진 상무의 경영 일선 참가 이후 호텔 신라는 최상층 고객을 위한 고급화 전략을 통해 수익성을 향상하기 위한 다각적인 노력을 계속했다.

#### -Renovation

2004년 이부진 상무의 승진 이후 호텔 신라는 본격적인 브랜드 positioning 과 BI 작업에 들어갔다. 아이덴티티 디자인 전문 회사 랜도와 손잡고 매뉴얼을 정비 작업을 정비했으며, 디자인은 소디움 파트너스와 현재 단계적으로 진행중이다. 우선 기존의 면세점과 객실, 로비의 디자인을 새롭게 했으며, 지하 아케이드 매장을 신설하고, 2, 3 층에 컨퍼런스 룸, 휘트니스 센터, 스파(프랑스 유명명품 업체 LVMH 그룹에서 운영하는 켈랑 스파가 자국 이아닌 해외에 진출한 첫 사례) 에스테틱 등의 설비를 진행하고 있다. 지역적인 특색 보다는 트렌드와 기능에 중점을 뒀 renovation 을 진행하고 있다.

2006년에는 객실과 로비의 전면적인 인테리어 작업이 이루어질 계획이며, 디자인은 뉴욕 포 디즌스, 도쿄 그랜드 하얏트의 디자인을 맡았던 Chhada Remedios 가 맡을 예정이다.

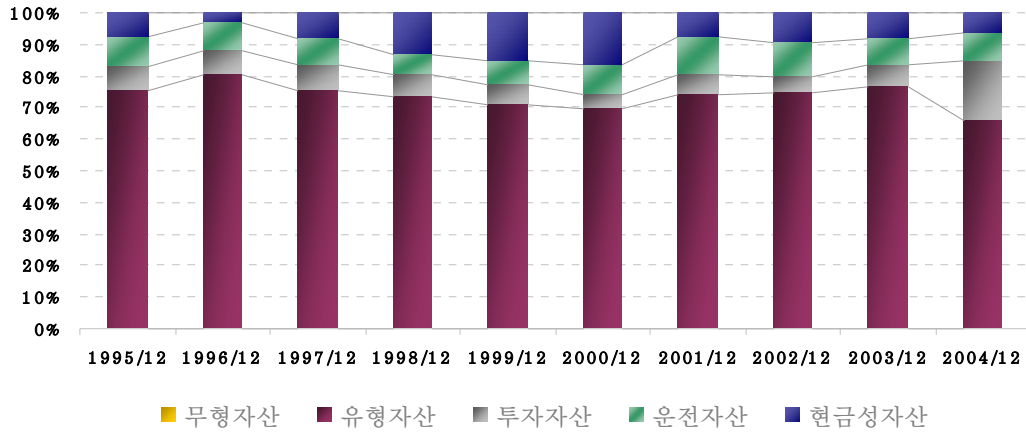
#### -지하 아케이드와 웨딩 산업의 연계 효과

앞에서 살펴본 지하 아케이드의 경우 국내 최상위 고객층을 위한 명품 매장으로 호텔 신라 내의 웨딩 매장과 연계해 혼수 용품 매장으로서의 이미지를 가져갈 계획이다. 기존 호텔 신라의 고급화된 브랜드 파워를 이용해 적극적인 수익의 다각화를 추구할 계획이다.

# THE SHILLA

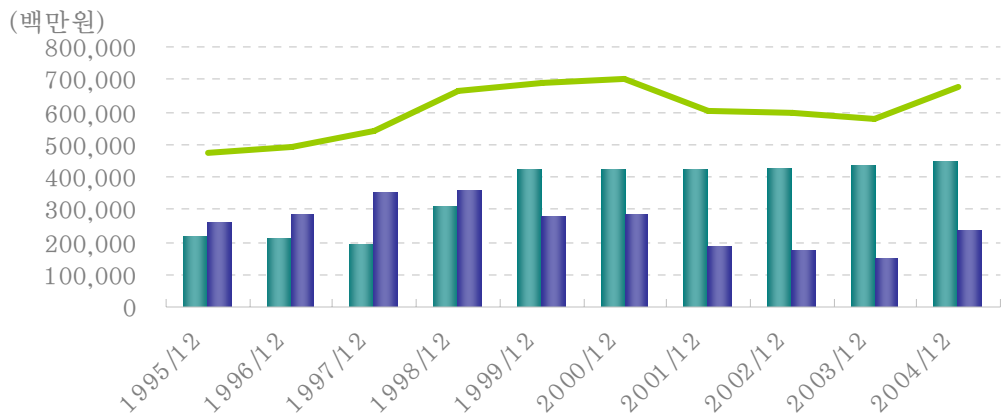
## 4. 재무 비율 분석

### (1) 자산 구성의 변화



2004년 이후 신규 사업에 대한 투자 규모가 늘어나면서 유형 자산, 현금성 자산이 줄고, 투자 자산이 늘어나고 있다.

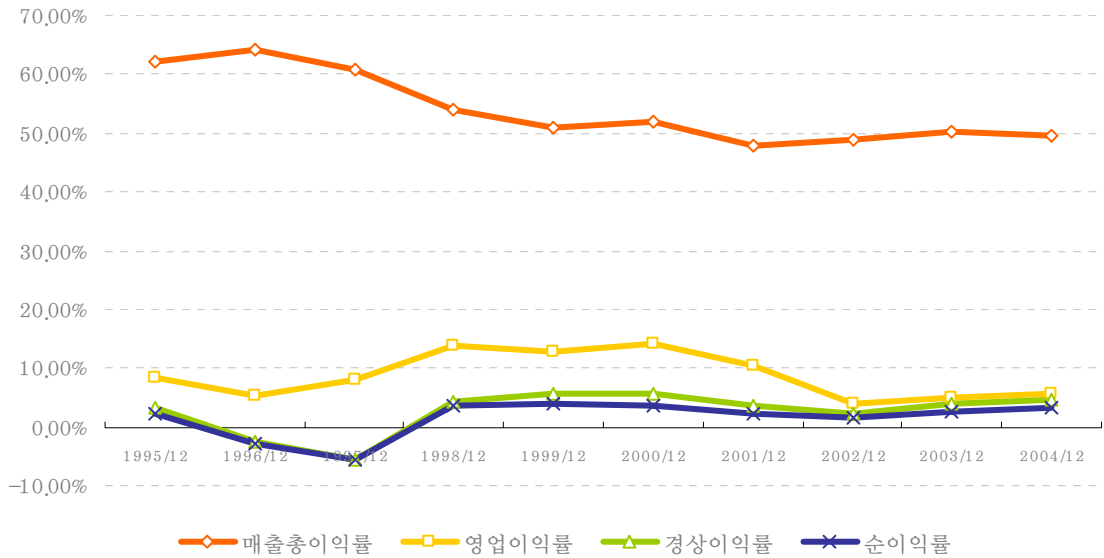
### (2) 자본 구성의 변화



자본이 꾸준히 증가했으며 2004년 투자 증가로 일시적인 부채의 증가가 발생했다.

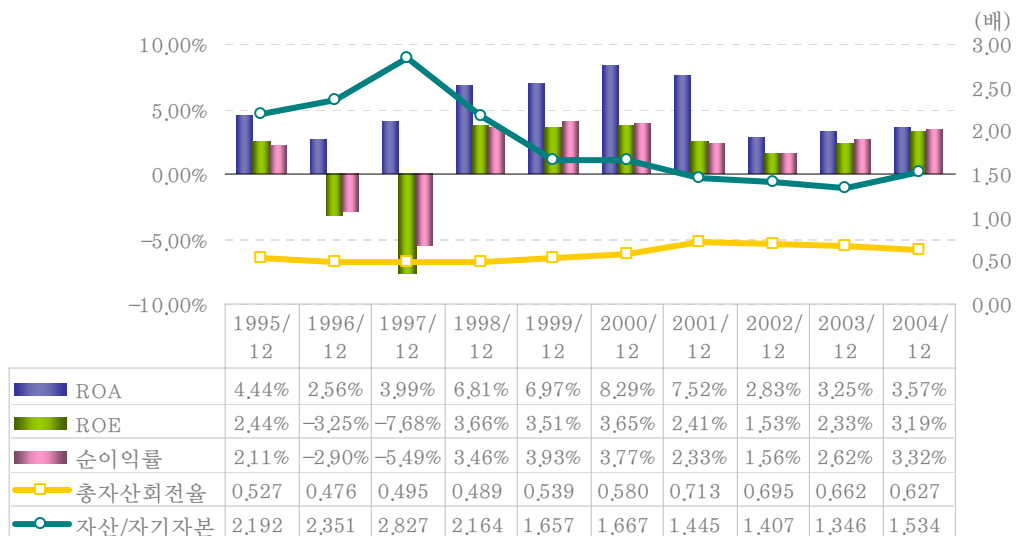
### (3) 매출 대비 이익률 변화

# THE SHILLA



이익률 지표들이 서서히 증가하고 있으며, 수익성의 향상으로 2005년 이후 지속적으로 증가할 것으로 예상된다.

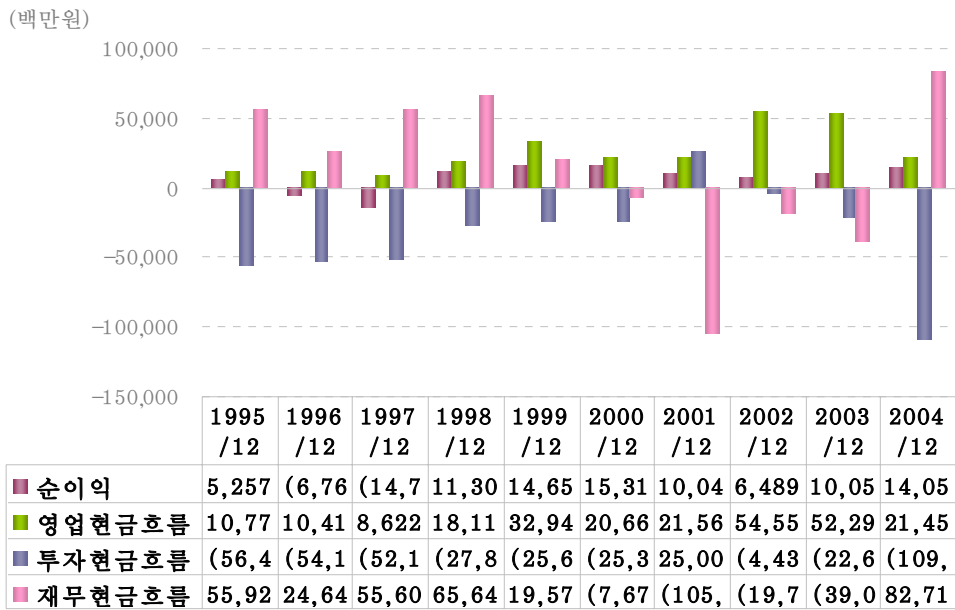
## (4) 자산 대비 이익률의 변화



2001년 이부진 상무 취임 이후 적극적인 수익성 개선 노력에 힘입어 ROA, ROE 등의 수익성 관련 지표들이 점차 상승하고 있으며, 2005년 현재 ROE 5.3이며, 2006년 ROE 6.7 수준으로 올라갈 것으로 전망된다.

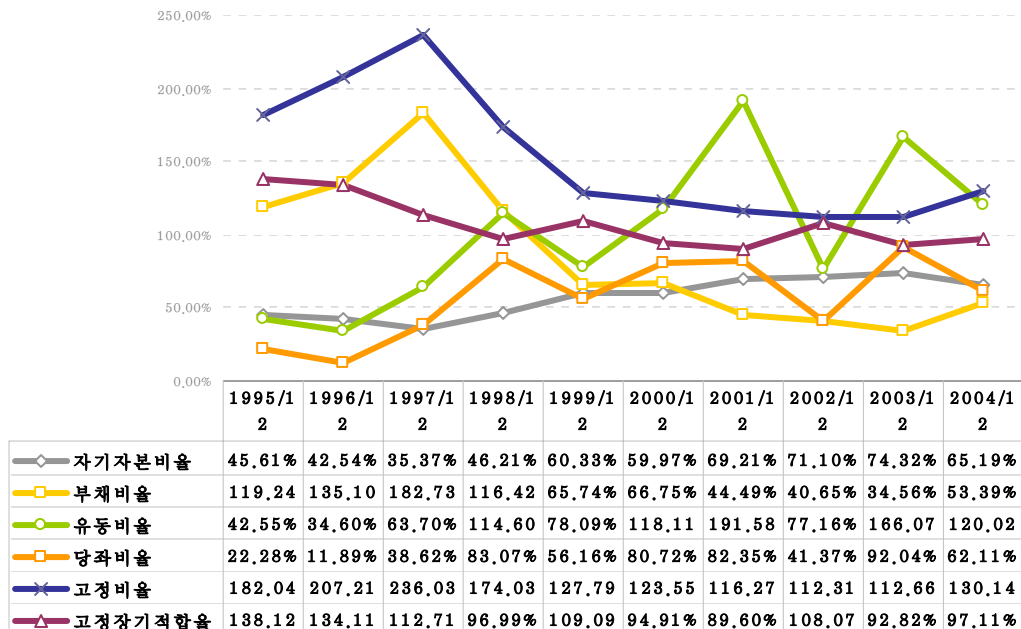
# THE SHILLA

## (5) 현금 흐름의 변화



순이익의 지속적인 상승 속에 투자 현금, 재무 현금의 흐름이 급속도로 증가하는 모습을 보여주고 있다.

## (6) 안정성 지표



유동 자산의 경우 투자할 때 마다(2002, 2004년) 큰 폭으로 감소하는 것으로 볼 수 있으며, 부채 비율, 당좌 비율 역시 투자에 맞춰 올라가고, 내려가는 모습을 보여준다.



# THE SHILLA

## 5. Valuation

각 증권사 예상 EPS와 PER를 바탕으로 1년 예상 목표 주가를 계산해 보았다. 이 때 05년 EPS에 최근 3년간 호텔 신라의 EPS 성장율 38%를 적용해 06년 EPS를 구했으며, 각 증권사 레포트의 시기를 고려해 3분기 실적이 나오기 전인 레포트의 가중치는 0.2씩 주었고, 최근 3분기 실적 이후의 레포트에 0.3씩의 가중치를 두어 평균 EPS를 구했다.

<각 증권사별 06년 예상 EPS, PER>

	EPS(05년E)	EPS(06년E)	PER(05E)	날짜	가중치	목표 주가 (6개월)
대우증권	600	828	15.7	11/16	0.3	13000원
우리투자증권	631	820	13.7	11/2	0.3	10300원
대신증권	505	696	16.7	8/29	0.2	12000원
키움닷컴증권	525	724	16.6	8/23	0.2	9500

계산한 결과 평균 EPS는 778.4가 나왔다. 여기에 내년 예상 PER을 적용해 주가를 산정해 보니...

<예상 주가>

예상 EPS	PER(06E)	예상 주가(1년)
778.4	12	9340
778.4	13	10119
778.4	14	10897
778.4	15	11676
778.4	16	12454

여기서 06년 예상 수익이 30%가까이 증가할 것이라고 판단, 생각EPS 상승폭이 충분히 더 커질 여력이 있다고 생각해 목표주가를 12000원을 결정~! (11월 18일 종가 10100원)

**목표주가 : 12000원      BUY**

# THE SHILLA

## 4. 결론

- ✓ 내국인 이용률 증가에 따른 면세점 수익성 향상
- ✓ 호텔 부문의 실적 개선
- ✓ 신규 사업 영업 이익 25억 → 향후 증가 예상
- ✓ 06년 이후 순차입금 마이너스 진입
- ✓ 배당성향(50%), 배당수익율 4% (연말 상승 모멘텀)

→ 브랜드 고급화, 수익성 확보로 최고급 호텔 지위 확고히 할 듯

<주가 차트>

