

인천공항 면세점 진출로 인한 성장세는 계속 된다.

BUY

Valuation

Target Price: 20,150

Price: 16,300

Margin of Safety: 24%

MktCap.(100mn): 6,476

ROE: 5.1%

ROA: 2.7%

Op.Magin: 6.1%

PER: 20.61

PBR: 1.36

Dividend Yield: 1.6%

Major Sh.Holder:

삼성생명 외 4인 16.88%

주가추이

기업분석 2팀

정성우, 이준성

임수진, 이상은

● 호텔/객실 산업 내에서 뛰어난 영업이익률과 경쟁력

동사는 M/S에 있어서는 호텔/객실 산업 내에서 경쟁사에 비해 우위를 가지고 있는 것은 아니지만, 영업이익률과 '매출액/객실수' 로 본 경쟁력은 타사에 비해 높은 수준이다. 이러한 차별성을 바탕으로 해당 산업 내에서 안정적인 성장을 기록할 것으로 보인다.

● 원화 환율 안정화에 따른 출국 수요 기대

지금까지 예상보다는 영업 이익률이 떨어지고 있는 동사의 핵심사업인 인천공항 면세점은, 매출에 직접적인 영향을 끼치는 출국수요가 최악의 시기를 지나며 호전될 것으로 기대된다. 출국수요는 원화 환율에 민감하게 움직이는데, 원/달러 환율은 2009년 2분기 이후에 안정화될 것으로 보인다. 특히, 최근 환율 하락이 3분기 성수기 출국수요를 자극할 수 있다는 점에서 더욱 긍정적이다.

● 면세점 사업부의 영업이익 개선과 실적 증대

호텔신라의 핵심 사업부는 매출의 76%를 차지하고 있는 면세점 사업이다. 동사는 2008년 인천공항 면세점 사업을 신규로 시작하여 총매출액이 8,748억 원을 기록, 76% 성장을 달성하였다. 그에 비해 영업이익률은 2008년 하반기 출국수요 감소로 예상치를 하회하는 수준인 7%를 기록하였다. 하지만 2009년 인천공항 면세점 임대료 10% 인하 조치와 환율 안정화는 핵심 사업부의 영업이익을 개선, 실적 증대로 이어질 것으로 보인다.



I. Introduction : 호텔신라

호텔신라는 1973년에 창설, 1991년에 상장된 호텔, 유동업체이다.

국내 토종 호텔 브랜드 호텔신라가 2009 년 올해 개관 30 주년을 맞이했다. 국내 호텔업은 1970 년대 정부의 서비스 산업 육성과 관광 산업 개발을 위한 프로젝트와 관련되어 추진되었다. 당시 정부는 대기업 측에 호텔 사업을 추진해 줄 것을 요청했고, 이에 삼성이 1973 년 호텔사업부를 창설하고 국영자산인 영빈관을 인수해 개보수 작업을 거쳐 1979 년 신라호텔이라는 이름으로 호텔 사업을 시작, 1991년에 상장하였다. 이후 1986 년 서울지점 내에 면세점, 1989 년에 신라호텔 제주지점, 2000 년에 신제주 면세점, 2008 년 3 월 인천공항 면세점을 개점하며 현재 호텔 2 곳, 면세점 3 곳을 보유하고 있다.

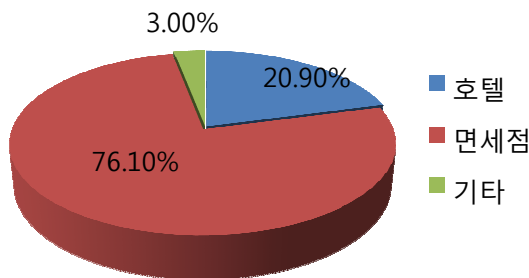
세계 각지의 전문지로부터 그 경쟁력을 인정받고 있다.

동사는 86 아시안 게임, 88 올림픽, 2002 월드컵 등의 국제적 행사와 국민 영접을 성공적으로 치러 내며 내·외국인 고객들에게 명실상부한 명문 호텔로 인식되었다. 또한 서울 신라호텔은 국제 금융 전문지인 유러머니誌와 세계 정상의 여행 전문지인 미국의 자갓(Zagat)誌에 세계 100대 호텔로 선정되었으며, '세계적 여행 권위지 트레블 앤 레저(Travel + Leisure)誌와 콘데나스 트래블러(Conde Nast Traveler)誌, 미국 최고의 경제 전문지인 인스티튜셔널 인베스트誌 등으로부터 한국의 최고 호텔로 인정받았다.

호텔신라의 매출구성

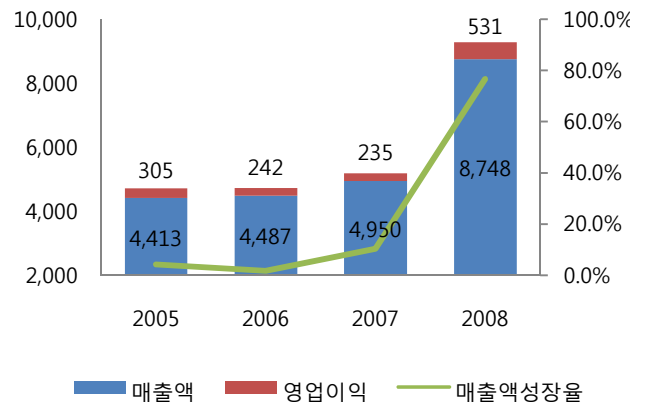
동사의 매출은 호텔, 면세점, 기타로 크게 3가지 부문으로 구성되어 있으며, 2008년 기준 각 사업 부문의 매출 비중은 각각 20.9%, 76.1%, 3.0%로 면세점 부문 매출이 가장 높은 것으로 나타났다. 2008년 매출액 성장률은 76.7%로 전년도 대비 66% 이상 증가한 것이다. 이는 인천공항 면세점에 신규로 면세점을 개점한 결과이다.

그림 1. 호텔신라 매출구성



자료: 2008년 호텔신라 사업보고서

그림 2. 호텔신라 매출액 및 성장률 (단위: 억 원)



자료: 2008년 호텔신라 사업보고서

II. 산업분석 : 호텔/객실 산업

호텔산업의 정의

호텔산업은 경제 성장에 따른 부의 확대와 국제교류 증가에 따라 성장하는 대표적인 서비스업종의 하나로서, 굴뚝 없는 산업, 고부가가치 산업, 고용효과가 큰 자본 집약적인 산업이다. 호텔의 기본 사업은 숙박업 개념에 기초한 객실판매이지만 최근 들어서는 객실판매 외의 식·음료, 레저사업 등의 비중이 높아져서 2008년 식·음료, 레저사업 등의 비중은 74%에 이른다.

호텔산업은 국내외 경기에 영향을 받는다.

관광산업의 연관 산업인 호텔산업은 소득 탄력성이 높기 때문에 국내외 경제여건에 따라 산업 경기가 좌우되는 경향을 보이고 있다. 경기확장국면이 이어질 경우 내국민의 레저활동 증가로 각 지방 호텔 이용객 수 증가를 가져오게 되며, 연회행사, 식·음료 부문, 면세점의 매출이 증가하는 경향을 보인다. 세계 경기회복은 입국관광객수의 증가효과를 가져와 객실이용률이 높아진다.

2007년의 악재를 딛고, 2008년 들어 다시 성장세를 보이고 있다.

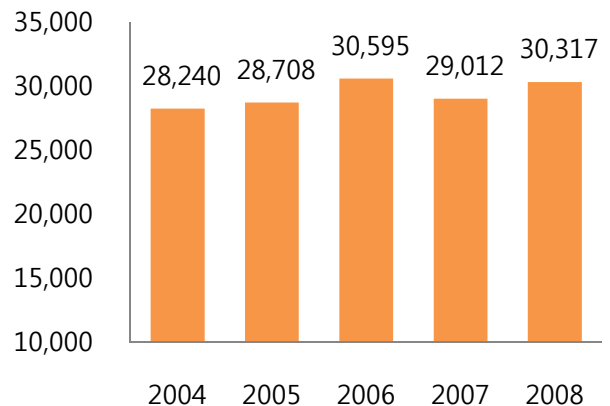
2007년 국내호텔산업은 고유가에 따른 여행경비 상승, 원화가치 상승과 엔화 약세로 인한 관광객 감소, 객실 요금 경쟁력 저하 등으로 마이너스 성장률을 기록하였다. 그러나 하반기 이후 종합부동산세 경감, 산업용 전력요금 적용, 외국인 고객에 대한 부가가치세 영세율 적용 등의 정부의 서비스 산업 육성 대책으로 인하여 성장률이 2007년 1분기 예상치 보다는 긍정적인 수치인 -5%를 기록하였다. 2008년에는 다시 예년 수준의 성장세를 확보하여, 관광객수가 전년대비 6.9% 증가하였고, 그 결과 2008년 호텔산업의 규모는 3조 317억 원으로 2007년에 비해 4.5% 성장하였다.

그림 3. 신라호텔 객실



자료: 호텔신라 홈페이지

그림 4. 전국관광호텔 실적 추이(단위:억 원)



자료: 한국관광호텔협회

호텔등급

호텔산업은 시설, 서비스, 입지가 주요 경쟁 요소로 작용한다.

호텔산업은 초기 대규모 시설 투자가 요구되므로 이로 인한 진입 장벽이 존재하나 거의 완전경쟁시장으로써 시설, 서비스, 입지가 주요 경쟁요소로 작용하고 있다. 서비스의 수준 및 시설의 규모 등에 의하여 각기 등급을 부여 받게 되어 등급별로 상품의 가격이 차별화되어 있으며, 호텔의 위치에 따라 영업형태가 다양해지고 매출의 격차도 발생한다.

관광진흥법에 따라 특 1등급은 1000점 만점을 기준으로 90%이상의 점수를 얻은 경우이다.

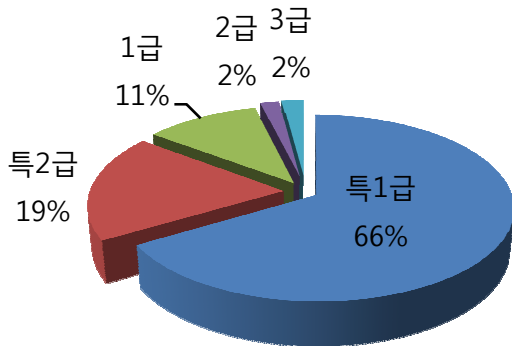
현재 우리나라 관광진흥법시행령 22 조에 기초한 관광호텔 등급결정기준은 현관, 로비, 복도부문 120 점. 객실부문 130 점. 식당 및 주방부문 160 점. 부대시설의 관리, 운영부문 160 점. 종사원 복지 및 관광산업에의 기여부문 80 점. 주차시설 부문 70 점. 건축 및 설비부문 100 점. 전기 및 통신부문 80 점. 소방 및 안전부문 100 점으로 총 1,000 점을 만점으로 하여 각 항목을 세분화하여 배점하고 있다. 시행규칙 제 25 조 2 항의 규정에 의하면, 현행 관광호텔등급은 총점을 기준으로 하여, 특 1 등급은 90% 이상, 특 2 등급은 80% 이상, 1 등급은 70% 이상, 2 등급은 60% 이상, 3 등급은 50% 이상의 점수를 얻었을 경우 해당 등급을 부여 받을 수 있다.

호텔산업의 성장성

국내호텔산업은 서울 지역 특급호텔에 편중되어 있다.

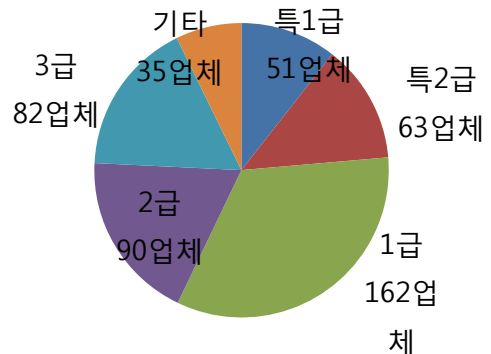
국내호텔 실적은 지역별, 등급별로 큰 차이를 보고 있다. 국내 호텔산업은 호텔의 보유객실 절반이 특급 호텔에 편중되어 있는 등 고급호텔 위주의 공급체계를 보유하고 있으며, 전체 호텔 수입의 60% 이상이 서울에서, 20%는 부산과 제주도에서 발생하고 있다. 부산과 제주도는 관광을 목적으로 하는 관광수요가 60%이며, 서울의 경우 경기 민감도가 낮은 공용, 외교, 비즈니스 수요가 80%를 차지하고 있다.

그림 5. 2007년 등급별 호텔 시장 점유율 비중



자료: 한국관광호텔업협회

그림 6. 2007년 등급별 국내 호텔 기업 현황



자료: 한국관광호텔업협회

특1급호텔은 비즈니스 수요를 담당하고 경기변화에도 경쟁력을 가진다.

전체 산업 내에서 가장 큰 비중을 차지하는 서울 지역 특급호텔에서의 비즈니스 수요는 해당 산업의 안정성을 견인할 것이다. 또한 경기 민감도로 인한 성장의 불리함에도 불구하고, 각종 연회행사 및 국제회의 등 부대시설의 성장이 확대되어 호텔, 객실 산업의 성장세를 이끌 것이다. 특 1 급 호텔은 객실단가가 높아 자생력을 가지고 현재 호텔시장의 66%를 차지하고 있는 반면, 단체관광 고객이 수요층이 되는 특 1 등급 이하 호텔들은 계절과 경기변동의 부침이 심하고 호텔 고유의 사업보다는 임대나 오락시설 등에 의존하는 경우가 많아 호텔산업 내에서 특 1 급 호텔에 비하여 경쟁력을 가지지 못하고 있다.

대형 행사 유치로 해당 지역의 활발한 수요가 전망된다.

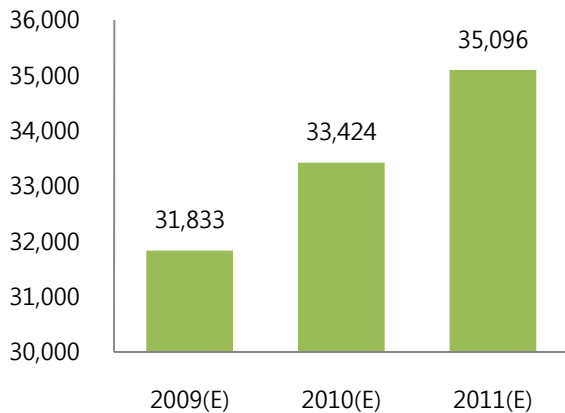
국내 지역자치단체들의 대형 행사 유치 노력으로 2011 년 대구 세계 육상 경기 대회, 2012 년 여수 전문 엑스포, 2014 년 인천 아시안 게임 등이 개최된다. 2007 년 호텔산업의 약세를 유발한 고유가와 원화가치상승이 재현된다 하더라도 세계적 행사 유치로 인한 수요 증가 효과를 감안한다면 호텔산업은 2012 년까지 약 5%의 연평균 시장규모 성장률을 보일 것으로 예상된다.

Business Model

객실, 제품매출, 기타 수입으로 BM이 구성된다.

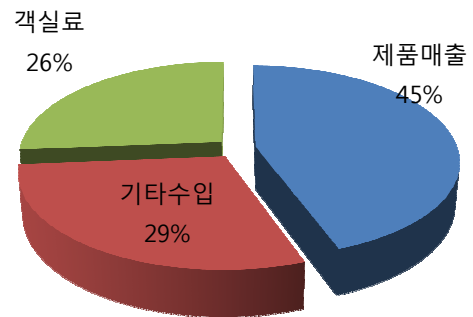
호텔객실영업관련 business model 을 살펴보면 객실료가 26%, 제품매출 44%, 그리고 봉사료 외 기타 수입이 29% 정도를 차지한다. 호텔 객실은 호텔 매출에 있어 가장 기본적이며 핵심 분야로 객실료는 봉사료와 부가세를 제외한 금액이다. 호텔 내의 부대시설로는 사우나시설, 게임 카지노 시설, 식·음료 시설, 휘트니스 센터 등이 마련되어 있으며 이러한 부대시설로 인하여 호텔들은 객실 판매 이외의 부대수입을 획득하고 있다. 또한 웨딩과 연회부분으로 사업을 확장하고 있어 호텔 사업 내 부대사업 비중이 증가하는 경향이 지속될 전망이다.

그림 7. 호텔산업의 규모 예상치 (단위: 억 원)



자료: Research 2 Team

그림 8. 호텔/객실산업의 BM



자료: Research 2 Team

Ⅲ. 기업분석 : 호텔/객실 사업

경쟁사 분석

전체 관광호텔산업의 66%를 차지하는 특1급 호텔 산업에서 매출액 비중이 큰 경쟁 호텔사들을 분석하였다.

동사가 속한 산업은 관광호텔업에 해당하는 것으로 앞서 산업 분석 부분에서 보았듯이 2007년 기준 약 2조 9천억 원 시장이다. 본 보고서에서는 동사의 경쟁사로 특 1급 호텔의 상위 회사들을 분석해 보았다. 그 이유는 전체 관광호텔산업에서 특 1급 호텔에 해당하는 부분이 66%가량을 차지하기 때문이었고, 특 1급 호텔의 주된 고객층의 특성상 특 2급 및 1급, 2급, 3급 호텔 이용에 대한 수요가 적을 것으로 예측되기 때문이다. 매출액 기준(봉사료, 기타매출 제외됨)으로 나열하였을 때, 의미있는 경쟁자로는 호텔롯데, 워커히, 인터콘티넨탈 호텔이 꼽힌다. 동사를 포함한 이들의 매출액은 총 매출액의 53.2%를 차지한다.

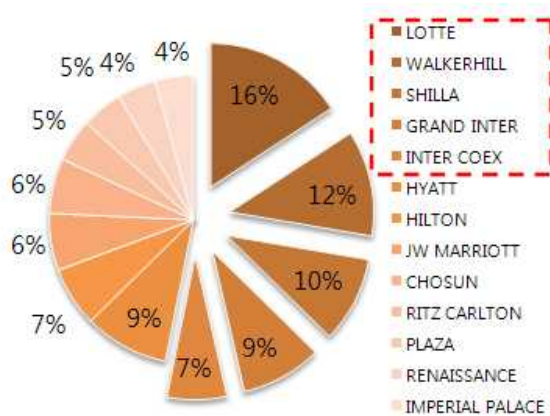
롯데호텔은 티켓연동과 부산, 울산에도 호텔이 있다는 강점이 있다. 그러나 현재 서울의 호텔들의 객실 및 시설 노후화 문제가 있다.

호텔 롯데는 서울 잠실과 서울 소공동, 부산, 울산, 제주에 특 1급 호텔을 가지고 있다. 호텔 롯데의 강점은 공연장인 샤롯데와 테마파크인 롯데월드와 티켓 연동을 하고 있다는 점이며, 특급호텔의 주된 입지 장소인 서울과 제주 외에도 호텔을 가지고 있다는 점이다. 그렇지만 실제로 가장 많은 객실 수를 가지고 있는 서울 소공동의 호텔과 잠실의 호텔에서 객실 노후화와 시설 노후화에 대한 문제가 있어 이용 고객들로부터의 불만이 제기되는 경우가 있다. 그에 대한 대책으로 서울 소공동의 호텔은 1000억 원 가량의 리노베이션이 예정되어 있으며, 특히 노후화가 심한 일반 본관 객실은 5월 이후 사용되지 않을 것이라고 한다.

인터콘티넨탈 호텔은 고객 만족도 및 위생 안전 관리 부문에 강점을 가지고 있다.

인터콘티넨탈 호텔은 LG계열사의 호텔로 한무개발(주)에서 관리하고 있다. 특1급 호텔인 '코엑스 인터콘티넨탈 서울'과 '그랜드 인터콘티넨탈 서울'을 운영하고 있는데, 두 호텔 모두 서울 강남구 삼성동에 위치하고 있다. 총 1167개의 방이 있으며 고전적이고 중후한 프레스티지급 고급비즈니스 호텔을 지향하고 있다. 국제적인

그림 9. 서울시내 특1급 호텔 13개의 매출액 비중



자료: Research 2 Team

그림 10. 상위 특1급 호텔 정보 비교표

	매출액	객실수	매출액/객실수	영업이익률
신라호텔	1828억원	894	2.04	0.050
롯데호텔	3053억원	2884	1.06	0.005
부산롯데	767억원	804	0.95	0.004
인터콘티넨탈	1997억원	1188	1.68	0.170
워커히	1982억원	842	2.35	0.220

자료: Research 2 Team

워커히은 세계적인 호텔 체인점인 스타우드 그룹의 위탁 경영을 통하여 신식 인테리어와 깔끔함으로 경쟁력을 얻고 있다.

위생 안전 평가 컨설팅사인 존슨 다이버시(Johnson Diversey Consulting)가 실시한 11번째 정규 감사에서 식품 안전 관리 부분에서 100점 만점을 3년 연속 받았다.

마지막으로 워커히은 SK 의 지분율이 68%에 달하는 SK 의 계열사로 서울 광진구의 'W 서울'과 '쉐라톤 그랜드 워커히 호텔'을 운영하고 있다. 'W 호텔'은 세계적인 호텔 체인점인 스타우드 그룹에 위탁 경영을 하고 있어서 젊은 층을 겨냥한 트렌디한 인테리어로 유명하다. 실제로 방들은 신식 디자인으로 고급오피스텔이나 고급 카페의 분위기를 지닌 세련된 가구들로 구성되어 있다. 이러한 호텔 객실과 시설의 신식 인테리어와 깨끗함은 워커히의 강점이라 하겠다.

호텔 신라의 경쟁력

당사는 호텔의 경쟁력을 좌우하는 요소인 서비스의 질적인 측면에 경쟁력을 가지고 있다.

동사는 서울 중구에 '서울 신라호텔'을, 제주도 서귀포시에 '제주 신라호텔'을 운영하고 있다. 두 호텔 모두 특 1 급 호텔이며, 객실은 894 개(서울 신라 호텔 465 개, 제주 신라 호텔 429 개)가 있다. 동사의 전략은 시설과 서비스, 분위기 등 모든 것에서 한국적인 것을 느끼게 해주는 것이다. 이 중에서 호텔업이 대표적인 서비스업이라는 사고 아래서 비록 정량적으로 보이지는 않지만 호텔의 경쟁력을 좌우하는 절대적 요소인 서비스에 중점을 두고 있다. 특히 '제주 신라 호텔'의 서비스는 항상 웃는 얼굴로 친절하게 고객을 대하는 종업원으로 잘 알려져 있다.

당사는 세계리딩호텔연맹과 인스티튜셔널인베스터지 및 트래블 트레이드 가젯지 등에서 공식적으로 인정받았다.

이 덕택에 2008 년 11 월 세계리딩호텔연맹(LHW: The Leading Hotels of the World) 연차 총회에서 450 개의 세계적인 호텔들을 물리치고 '리더스 클럽 어워드' 부문 최고상인 '골드 어워드'를 수상했다. 또한 미국 뉴욕에서 발간되는 세계적 금융 권위지인 '인스티튜셔널 인베스터'지가 동월 발표한 세계 100 대 호텔에 선정되었으며, 싱가포르에 본사를 두고 있는 세계적인 관광 전문지 트래블 트레이드 가젯(TTG: Travel Trade Gazette) 지가 발표한 '2008 년 TTG 트래블 어워드(The 19th annual TTG Travel Awards 2008)'에서 '서울 최고의 호텔'로 선정되었다.

또한 환경 친화 경영을 위한 노력을 통해 잠재고객들에게 좋은 인상을 남겼다.

동사는 또한 환경친화라는 세계적인 흐름에 빠르게 발맞추어 호텔업계에서 최초로 환경부가 지정하는 환경친화기업에 선정되어 2001 년 12 월 공식인증을 받았다. 이후 오염물질이 발생하지 않는 세탁기를 설치하고 고객 세탁물 처리 때 생기는 오수 배출을 혁신적으로 줄였으며 에너지 저효율 설비 교체, 폐기물 발생량 5% 감축, 수질오염 물질배출 축소를 하는 등 지속적인 환경 친화 경영을 실시해 왔다. 이러한 노력은 글로벌 고객을 대상으로 하는 호텔업계에서 각국의 잠재고객들을 유지하는 요소이다.

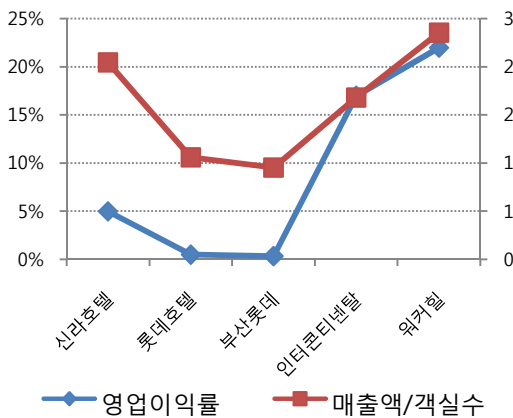
매출액/객실수, 영업이익률 등의 정보를 통해서 당사의 경쟁우위를 확인할 수 있다.

호텔산업에 있어서 경쟁력을 분석하기 위한 중요한 지표 중의 하나로 RevPAR 이라는 것이 있다. RevPAR (Revenue per Available Room)는 'Rooms Revenue / Rooms Available'로 계산되는데 '객실수입액 / 판매가능 객실 수'이다. 그러나 이 정보는 각 호텔의 경영전략과 경쟁력을 노출하는 정보이기에 사업보고서에도 나와 있지 않으며 기업에서도 정보공개를 피하고 있다. 본 Research 2 Team 에서는 이와 유사하게 경쟁력을 분석하기 위해 '호텔사업부의 매출액 / 판매가능 객실 수'를 구해보았다. 이를 통해 동사의 수치가 2.0 으로 타 사에 비해 상대적으로 높음을 알 수 있다. 영업이익률 또한 마찬가지다. 한국신용평가의 자료에 따르면 업계 평균 영업이익률은 4.8% 수준인데, 동사의 영업이익률은 5%로 평균을 상회하고 있다. 여기서 '워커힐'과 '인터콘티넨탈'의 수치가 높은 이유는 호텔/객실 사업 매출액에 카지노 사업부의 매출액까지 합해져 있기 때문이므로 비교대상에서 제외하여야 함에 주의해야 한다.

연평균 5%의 사업 성장률을 보일 것으로 기대된다.

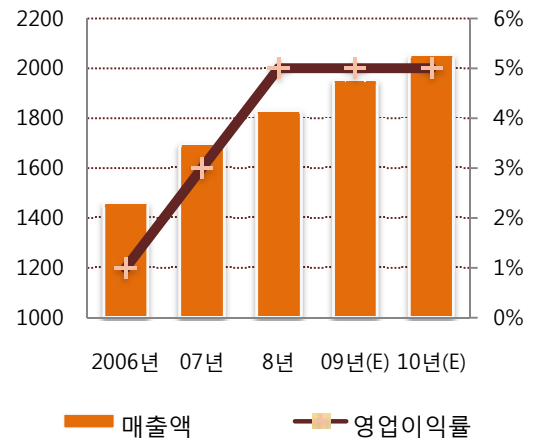
이러한 호텔신라만의 강점과 해당 산업의 평균적인 성장률을 고려해볼 때, 2009년, 2010년 동사의 매출액 성장률은 5%로 예측된다. 이는 호텔/객실 산업의 성장률과 같은 수치로, 동사의 경쟁력을 감안한다면 보수적으로 잡은 수치라 판단된다. 산업 내에서 뛰어난 영업이익률을 기록하고 있다는 점과, '호텔사업부의 매출액 / 판매가능 객실 수'로 구해본 산업 경쟁력을 생각해본다면, 충분히 달성 가능한 수치이다.

그림 11. 2008년 기준 매출액/객실수, 영업이익률



자료: Research 2 Team

그림 12. 호텔/객실업 매출액과 영업이익률 (단위: 억 원)



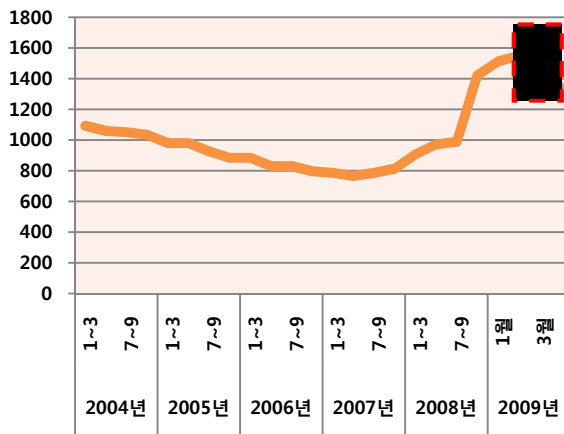
자료: Research 2 Team

IV. ISSUE & RISK : 호텔/객실 사업

예상되는 엔화 환율 하락은 호텔산업 전체에 부정적인 영향을 미칠 수 있다는 위험이 있다.

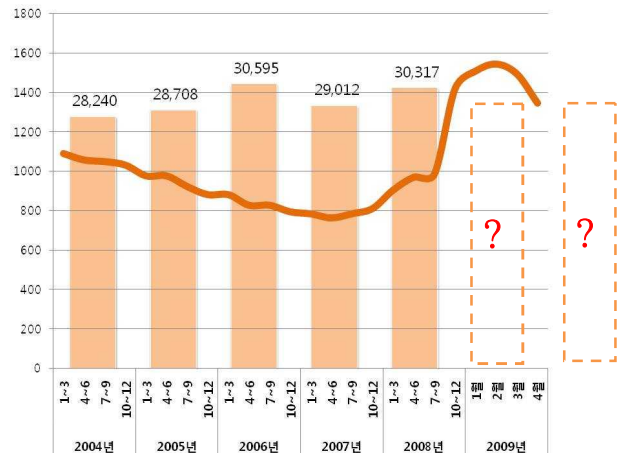
엔화 환율이 국내 호텔 산업에 미치는 영향은 적지 않다. 특히 2008년 엔-캐리 트레이드 청산 등의 효과로 엔고현상이 있었는데, 이로 인한 일본 관광객의 증가 덕분에 호텔 산업이 활황을 맞이하였었다. 그러나 현재는 다시금 엔화가 안정을 찾고 엔저로 돌입하고 있는 추세이다. 엔화가 안정을 찾게 되면 일시적으로 증가하였던 일본 관광객의 수가 줄게 되고, 실제로 이러한 경향은 2009년 2분기 현재 보여지고 있다. 하지만 이는 일시적인 수요로, 일년 단위의 매출에 미치는 영향은 미미하다고 볼 수 있다. 실제로 2008년 1분기 엔화 특수를 누린 업체는, 특 1급 호텔이 아닌 특 2급, 1급 호텔 등 중위권 이하의 업체들이었다. 앞선 산업분석에서의 분석과 같이, 호텔신라가 영위하는 특 1급 호텔 산업은 일시적인 수요 변동에는 매출의 변동이 크지 않다.

그림 13. 엔화 환율 변동(매매기준율, 단위: 백 엔)



자료: Research 2 Team

그림 14. 엔화 환율 및 호텔산업 매출 변동(단위: 억 원)



자료: Research 2 Team

V. 산업분석 : 면세점 산업

면세점은 외교관 면세 규정에 의한 조건으로 판매하는 구역이다.

면세점은 외국물품을 외국으로 반출하거나 외교관 면세규정에 의하여 관세를 면제 받을 수 있는 자가 사용하는 것을 조건으로 판매하는 구역을 말한다. 우리나라의 면세점에는 국제공항 및 항만 출국장에 있는 출국장 면세점과 시내면세점, 주한 외국공관의 외교관에게 외국물품을 판매하는 외교관 면세매점 등이 있다.

우리나라에는 현재 31 개의 면세점이 운영되고 있다.

출국장 면세점은 1962년 김포공항 면세점 개점을 시작으로 현재 인천국제공항, 김포공항, 김해공항, 제주공항, 대구공항, 청주공항 등 6개의 공항면세점과 11개의 항구면세점을 포함 17개가 있으며 시내면세점은 1979년 호텔롯데 및 동화면세점을 시작으로 현재 10개 면세점이 있다. 외교관 면세점과 지정면세점을 포함하면 현재 면세점은 31개가 운영되고 있다.

1인당 면세점 구매 한도는 3000달러이고 세금면제 한도액은 400달러이다.

면세점에서 구매할 수 있는 한도는 1인 기준으로 3000달러이며, 세금이 면제되는 한도액은 400달러이다. 그리고 해외에서 구매하여 국내로 들여올 수 있는 면세 한도 역시 400달러이다. 세금을 내지 않고 국내에 들여올 수 있는 외국 물품 중 한도는 품목별로 다음 [그림 16]과 같다. 면세 한도액을 초과해서 반입할 경우 내야 하는 세금은 품목별로 현지 가격을 산정하고(매입한 영수증 등을 참조) 그 가격에 통관에 따른 세율을 적용하여 납부할 세금을 산출하게 된다.

그림 15. 신라 인천공항 면세점 매장



자료: 호텔신라 홈페이지

그림 16. 면세 품목별 한도액

품목	한도 내용
향수	2온스
주류	1ℓ 범위 내에서 1병, 400 달러 미만
담배	10갑 이내, 엽권련 50개비 이내
농수산물	참기름·참깨·꿀·고사리·더덕 5kg, 잣 1kg, 기타 5kg
약재	취득가격 10만원 범위 이내, 인삼 300g, 기타 3kg

자료: Research 2 Team

면세점 시장은 2007년 26억 달러에 이른다.

면세점 시장은 2004년 이후 지속적인 내국인 해외여행 증가세와 더불어 2004년 11월의 전자상거래 판매허용, 2006년의 내국인 구매한도 3,000달러 상향 조정 등의 조치에 힘입어 2005년 20억 달러를 돌파하였다. 그리고 2007년에는 전년 대비 12% 증가한 26억 3,729만 달러의 시장규모를 달성하였다

호텔 업계의 면세점 사업 영위는 긍정적이다.

특히 국내 특 1 급 호텔의 경우 외형 확대와 수익 안정화를 위하여 우수한 브랜드력과 운영 노하우를 바탕으로 면세점사업에 적극적으로 진출하고 있다. 외형 확대 및 영업변동성 보완, 원활한 현금흐름 등을 감안할 때 호텔업체들의 면세점 사업 영위는 긍정적인 영향을 미치는 것으로 판단된다

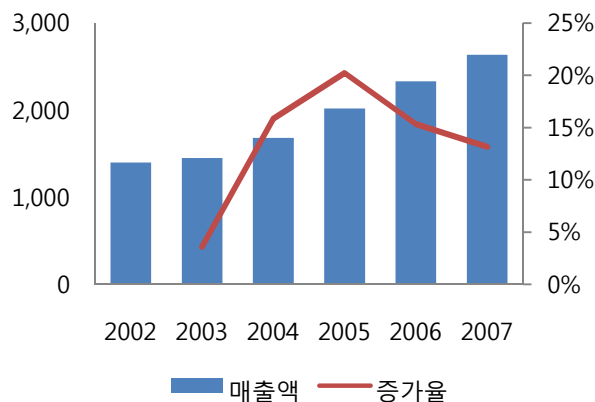
면세점 사업의 장점

면세점 업종은 업종 특성 상 대부분 카드와 현금 결제로 이루어져 매출채권 규모도 미미하고 매입채무도 안정적인 수준을 유지하고 있으며 재고자산도 대부분 양질의 면세품으로 구성되어 전반적인 운전자본 부담은 낮은 수준이다. 또한 관세청의 면세점 운영에 관한 고시는 신규사업체의 진입장벽 역할을 하고 있다.

면세점 운영을 위해서는 관세청의 운영에 관한 기준을 통과하여야 한다.

관세청의 면세점 운영에 관한 고시에 따르면 시내 면세점 신규특허의 기본 요건은 전년도 전체 면세점 이용자 수 및 매출액 중 외국인 구성비가 각각 50% 이상, 외국인 입국자가 지역별로 30 만 명 이상 증가해야 한다. 또한 특허갱신 요건으로 당해 시내 면세매점의 최근 5 년의 특허기간 동안 이용자 수 및 매출액 실적 중 외국인 구성비가 각각 50% 이상이어야 한다. 또한 공항면세점의 경우 일정기간 약정된 사업기간이 지나면 경쟁 입찰을 통해 사업권을 받게 되는데 사업권 획득 여부가 사업의 지속성을 결정짓는다

그림 17. 국내 면세점 시장 추이(단위: 백만 \$)



자료: Research 2 Team

그림 18. 국내 주요 면세점 업체



자료: Research 2 Team

면세점 매출에서 내국인의 비중이 계속 높아지고 있다.

면세점은 본래 국내를 찾는 외국인 관광객 쇼핑편의 제공과 이를 통한 관광 산업의 증대를 목적으로 설치된 것이다. 그렇지만 최근 내국인의 출국이 늘어나고 소득 수준 향상 및 여가시간 확대, 명품소비 확대 추세 등으로 인하여 내국인의 이용이 급속도로 증가하면서 면세점 매출이 높은 수준으로 증가하고 있다.

시장의 성장세는 내국인의 매출에 영향을 받는다.

면세점 매출의 내/외국인 구매 현황을 살펴 보면 내국인 구매자의 비중은 1999년 35.4%에서 지속적으로 증가하여 2007년 12월 말 기준 80%를 초과한 것으로 나타났다. 1인당 평균 구매액을 살펴보면 내국인의 경우 1999년 대비 약 2배 가까이 증가한 110 달러에 이르고 있으나 외국인의 경우 1999년과 비슷한 수준인 246 달러에 머물고 있다. 면세점 시장 규모는 내국인의 구매력, 출국자 수 추이에 영향을 받고 있는 것이다.

그림 19. 입국자, 출국자 수 추이

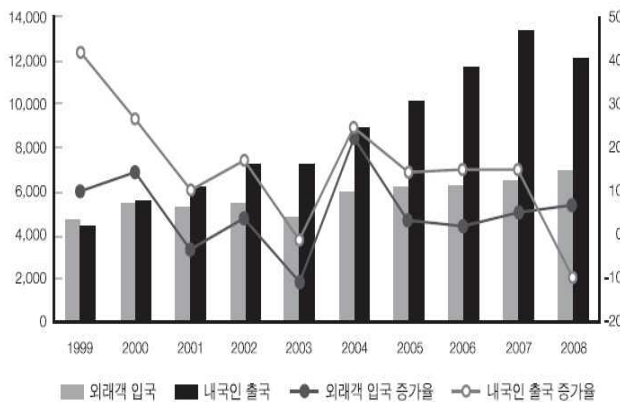
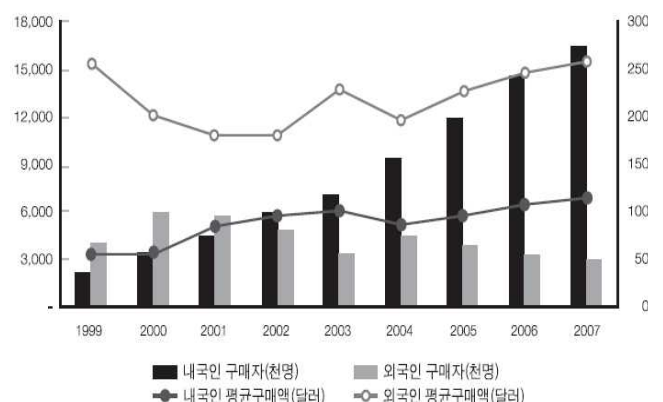


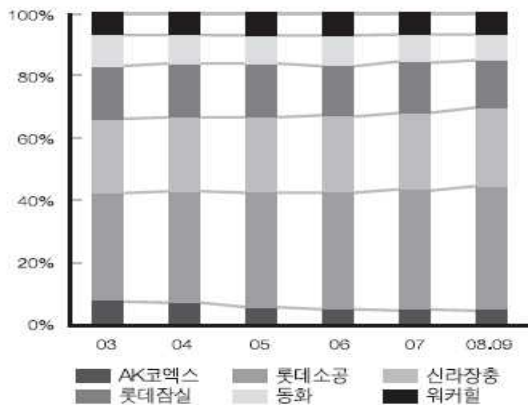
그림 20. 내/외국인 구매 현황



자료: 한국관광공사, KISLINE

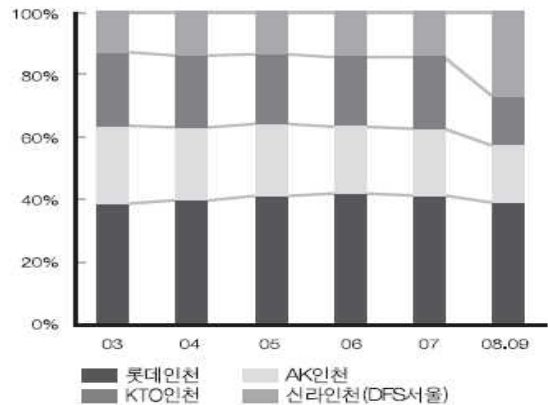
자료: 한국관광공사, KISLINE

그림 21. 시내 면세점 업체별 M/S 변동



자료: KISLIN

그림 22. 인천공항 면세점 업체별 M/S 변동



자료: KISLINE

서울지역과 인천공항이 전체 시장의 81%를 차지한다.

국내 면세점 시장은 2007년 기준으로 전체의 81%를 서울지역의 시내 면세점과 인천공항의 공항 면세점이 차지하고 있다. 인천공항 면세점은 2001년 이래 연평균 19% 성장하면서 2007년 시내면세점과 비슷한 규모로 확대되었다.

호텔롯데와 호텔신라의 M/S는 70% 이상이다.

서울지역 면세점 시장은 2008년 9월 말 기준 호텔롯데 55%, 호텔신라가 25%의 M/S를 차지하고 있으며 인천공항 면세점의 경우 호텔롯데 39%, 호텔신라 27%, AK 18%로 구성된다. 면세점 시장에서 전체 시장의 45%를 점유하고 있는 호텔롯데를 비롯하여 27%를 차지하는 호텔신라 등 두 호텔사업자들이 국내 면세점 시장의 70% 가량을 차지하는 등 호텔업체들의 약진이 돋보이고 있다.

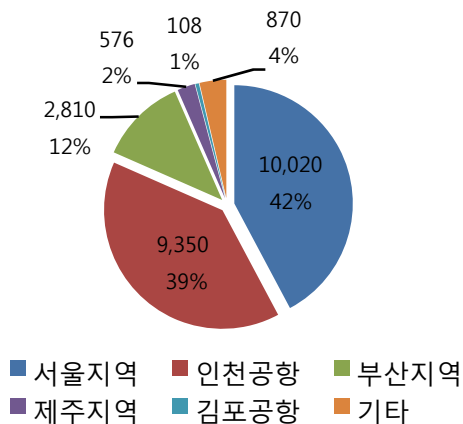
두 업체의 M/S는 매년 2% 이상 증가하고 있다.

특히 면세점 시장에서 호텔롯데와 호텔신라의 M/S는 매년 2% 이상 증가하고 있다. 면세산업 성장 추세와 두 업체들의 산업 내 경쟁력을 감안할 때, 외형 성장과 더불어 산업 내의 입지도 강화될 것으로 판단된다.

2008년 면세점 산업의 성장성은 둔화되었다.

2008년 유가와 환율 상승 및 경기 침체 우려로 해외여행을 자제하는 분위기가 형성되면서 2008년 8월 기준 전국 면세점 매출은 전년 동기 대비 5.3% 성장한 1조 7천억 원을 기록하였다. 2004년 이후 연평균 15%~20% 성장한 예년에 비해 성장세가 둔화된 모습이다.

그림 23. 2007년 면세점 매출 (단위: 억 원)



자료: KISLINE, Research 2 Team

그림 24. 2008년 면세점 주요 업체 현황

	호텔롯데	호텔신라	AK	동화
시내면세점	소공동 잠실 제주	장충동 제주	코엑스	세종로
공항면세점	인천 제주	인천	인천 김포	
매출액(억 원)	11,150	6,650	2,600	1,321
영업이익률	7.60%	7.22%	영업손실	4.50%
매출비중	70%	76%	100%	100%

자료: Research 2 Team

출국수요가 빠르게 회복하여 2009년 7% 산업 성장률을 보일 것이다.

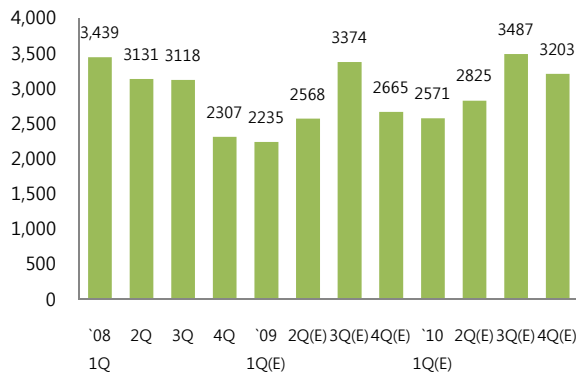
다만 하반기로 갈수록 출국자수 증가율과 높은 관련성을 보이는 원화 가치 하락 폭은 감소할 전망이다. 따라서 이미 충분히 하락한 출국수요는 원/달러 환율의 추가적인 급등이 없다면 1 분기를 바닥으로 증가할 것이다. 과거 면세점산업 성장 추세와 소득수준 향상 등을 고려해 볼 때 면세점산업의 견조한 성장세는 지속 가능할 것으로 판단되며 향후 면세점업체들의 상황은 개선될 것으로 예상된다. 면세점 산업의 2009년 성장률은 7%로 예상되며, 추후 10% 대의 성장률을 보이리라 전망된다. 관련 업계에서는 2010년 면세점 시장의 규모를 3조 원대로 예측하고 있는데, 이는 성장률로 예측한 해당 산업의 규모와 일치한다.

그림 25. 원/달러 상승률과 출국자수 증가율 추이



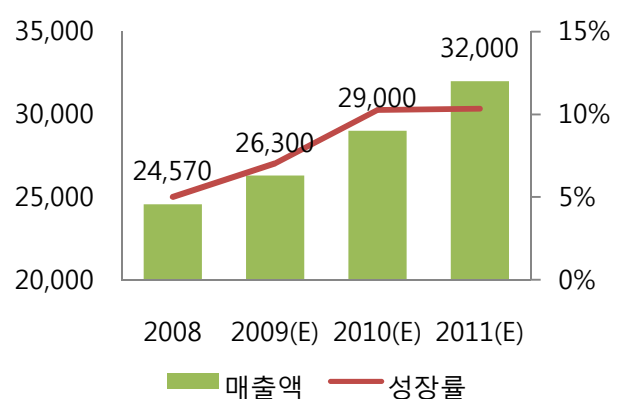
자료: 관광공사, 키움증권 리서치 센터

그림 26. 분기별 출국자 수 (단위: 천 명)



자료: 관광공사, 키움증권 리서치 센터

그림 27. 국내 면세점 시장 예측 (단위: 억 원)



자료: Research 2 Team

VI. 기업 분석 : 면세점 사업

호텔신라는 1986년 서울호텔 면세점, 1989년 제주 면세점에 이어 2008년 3월 인천공항 면세점 사업에 진출해 총 3곳의 면세점을 운영하고 있다. 이중 인천공항 면세점 사업이 호텔신라 주력 사업으로 중점적으로 분석해 볼 필요가 있다.

서울 호텔 면세점은 리뉴얼 공사를 통해 서울을 대표하는 고급스러운 쇼핑 공간으로 재탄생 하였다.

1. 서울 호텔 면세점 : 서울호텔 면세점은 2002년 12월에 면세점 업계 최초로 서비스 품질 우수기업 인증을 획득하였고, 2006년 제 11회 '한국유통대상' 대통령상을 수상한바 있다. 현재 400여종의 세계 유명 브랜드 상품을 면세가격으로 판매하고 있으며 고급스러운 쇼핑 공간을 추구하고 있다. 2007년 10월, 리뉴얼 공사를 통해 현재 312평 매장을 운영 중이다.

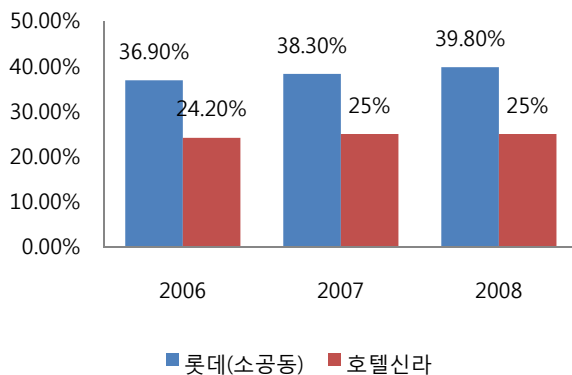
서울시내 면세점 점유율 1위는 롯데, 2위는 호텔신라이다.

서울 시내 면세점은 당사 면세점을 비롯 롯데 면세점, AK 면세점, 동화 면세점 등이 입점해있는데 2008년 9월 말 기준 호텔롯데 55%, 호텔신라가 25%의 M/S를 차지하고 있으며 그밖에 AK 면세점이 10%로 3위에 머물러 있다. 롯데가 점유율 1위인 이유는 매장 수 측면에서 호텔 신라는 면세점이 1곳인데 반해 롯데는 매장수가 2곳이기 때문이다. 호텔롯데는 마케팅 측면에서 빅뱅, 비 등의 스타마케팅을 통해 친근한 이미지를 제시하고 있다. 호텔신라 면세점은 위스키 시음 회, 음악회, 패션쇼, 발렛 파킹 서비스, 카페 아티제 운영 등 조용하고 고급스러운 이미지 마케팅으로 롯데와 차별화된 전략을 실시하고 있다.

제주지역 면세점 점유율 1위이다.

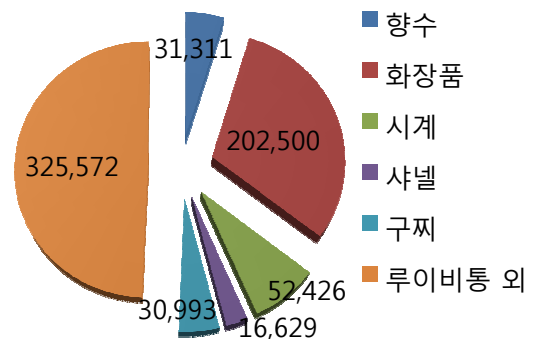
2. 제주 면세점 : 1989년 8월에 오픈한 제주 면세점은 1990년에 신라 제주호텔로 이전한 뒤 다시 2000년에 신 제주 면세점으로 확장 이전하였으며 제주지역 면세점에서는 호텔신라가 시장 점유율 1위를 차지하고 있다.

그림 28. 신라&롯데(소공동) 면세점 점유율 비교



자료: KISLINE

그림 29. 면세점 품목별 매출 (단위: 백만 원)



자료: 2008년 호텔신라 사업보고서

2007년 6월 인천공항 면세점 2기 사업자에 신규 진출하였다.

3. 인천공항 면세점 : 현재 인천공항공사는 공항 면세점 사업자를 7년 주기로 선정하고 있으며 사업권은 5년 기한에 1회 2년간 연장할 수 있다. 기존 사업권자는 롯데, 애경, DFS, 한국관광공사 4곳으로 2007년 6월 면세점 사업 2기 사업자 선정 과정에서 DFS가 탈락하고, 호텔신라가 신규로 진출하게 됐다.

호텔 신라는 최대 7년간 즉 2015년까지 인천공항 면세점을 운영하게 되었다.

2006년 총 9,000억 원의 매출을 올린 인천공항 면세점 사업자 재선정은 면세점 업계의 판도를 바꿀 수 있을 최대 이슈였다. 2008년 7월 가동될 제2탑승동 덕분에 사업공간이 50%나 확장되기 때문이었다. 동사는 2008년 3월부터 인천공항 면세점 사업을 시작해 최대 2015년 2월 28일까지 사업을 영위할 수 있다.

자산과 부채의 증가는 2008년 사업 진출 때문이다.

매년 거의 일정한 수준의 자산을 유지하고 있던 동사는 2008년 총자산이 4,120억 원 증가, 부채는 4,060억 원 증가하였다. 이로 인해 매년 50% 이하를 유지하였던 부채비율이 129%까지 증가하였다. 이는 2008년 인천공항 면세점 사업에 새로이 진출한 결과이다. 동사는 사업권을 획득하기 위해 당해 년도에 보증금 1,227억 원 규모의 계약을 체결하였다. 인천공항면세점 임대차계약은 2008년 3월 1일부터 5년 동안 계약이 유지되며 임대료는 2008년 707억 원이다.

차입금의 증가와 이자비용의 부담감은 적으리라 판단된다.

동사는 부채비율이 높아지고 차입금이 증가하였지만, 동시에 당좌자산이 2082억 원 증가하였으며, 현금성 자산 역시 1,058억 원 증가하였다. 신규 산업에 진출하기 위한 차입금의 갑작스러운 증가는 우려할 수준이 아니며, 단기적으로 자금의 흐름이 막혀 신용경색이 발생할 가능성은 없다고 하겠다. 2008년의 이자비용은 151억 원으로 당해 년도 당기 순이익 249억 원을 기록하는 데 영향을 끼쳤다. 하지만 2009년에 핵심사업부인 인천공항 면세점의 이익기여도 증가를 감안하면, 이자비용과 같은 고정비용이 당기 순이익에 미치는 영향은 적으리라 판단된다.

인천공항 면세점 총 매출액은 연평균 19%로 고성장이었고 내국인 출국자 비율이 빠르게 증가하였다.

인천공항에 입점되어 있는 면세점들의 총 매출액은 개항 첫해인 2001년에 3,492억 원이었으며 연평균 19.5%씩 성장하여 2006년에는 8,500억 원에 도달하였다. 이는 주요 고객이었던 일본인 고객수가 감소한 것에 비해 내국인 출국자수가 빠르게 증가하였기 때문이다. 면세점 이용 내국인 대 외국인 비율은 2005년을 기점으로 6:4로 반전되었다. 2001년 600만 명 수준이었던 내국인 출국자수는 2006년에 1,160만 명에 이르며 90.8%나 증가하였다. 2009년에는 원 달러 환율의 급등이 없다면 내국인 출국자수가 1,680만 명에 이를 것으로 보인다.

호텔신라는 면세점의 효자상품인 화장품, 향수 품목 사업권을 확보하고 핵심매장 위치를 차지하였으며 낙찰가에서도 우위를 점했다.

인천공항 면세점의 사업은 크게 향수와 화장품, 주류와 담배, 전자제품 및 부티크의 3개 품목으로 구성되고, 5개 사업권 구역(DF1~DF5 구역)으로 나뉘어져 있다. 동사는 AK와 함께 인천공항 면세점 매출 효자 품목인 향수·화장품 사업권을 확보하였다.

매장면적은 2096 평으로 업체 중 최대 규모일 뿐만 아니라 동사의 전체 매장면적 대비 평당 낙찰가는 7,000만원으로 평당 낙찰가가 1억 5,800만원인 호텔롯데의 절반 수준에 불과하다. 동사의 낙찰가가 낮은 이유는 인천공항공사 사업자 선정 시, 가격제안서 평가점수 40%와 사업제안서 평가점수 60%를 반영하여 가격보다는 사업제안서에 비중을 두는 선정방식을 채택하였기 때문이다. 매장 위치 또한 대한항공과 아시아나의 탑승장 가운데 대부분을 차지하여 접근성에서 뛰어나다. 따라서 동사는 낙찰가와 사업품목, 매장 위치 및 면적 규모 등에서 핵심 경쟁력을 갖춘 것으로 판단된다.

그림 30. 인천공항 신라 면세점 매장 위치 안내도



자료: 호텔신라 홈페이지

그림 31. 인천공항 업체별 면세점 판매 품목

	호텔신라	롯데	AK (애경)	한국관광공사
판매 품목	화장품/향수		화장품/향수	
	패션/약세서리	패션/약세서리		패션/약세서리
		주류, 담배		
	포장식품	포장식품		포장식품
	전자제품	전자제품		전자제품

자료: Research 2 Team

그림 32. 인천공항 업체별 입찰가 비교 (단위: 백만원)

	호텔 신라	롯데	AK (애경)
총면적	2096평	1270평	325평
입찰가	148000	201000	87000
평당 입찰가	70	158	267

자료: Research 2 Team

호텔신라는 실버, 골드, 플래티늄으로 세분화된 VIP제도 운영하며 각종 부대서비스를 제공하고 있다

또한 롯데의 VIP 제도가 실버와 골드 회원으로 이분화 되어있는데 반해 호텔신라는 실버 골드 플래티늄의 세 단계로 좀더 세분화된 VIP 고객제도를 운영하고 있다. 이에 따라 서울시내, 제주, 인천공항 면세점 상품구입시 실버회원 5~10%, 골드/플래티늄 회원 5~15%할인과 세일시 할인가에 5% 추가할인 혜택 (30%미만 세일품목 해당)을 받을 수 있으며 신라 호텔과 연계하여 객실료 및 각종 부대시설을 10% 할인된 가격에 이용할 수 있다.

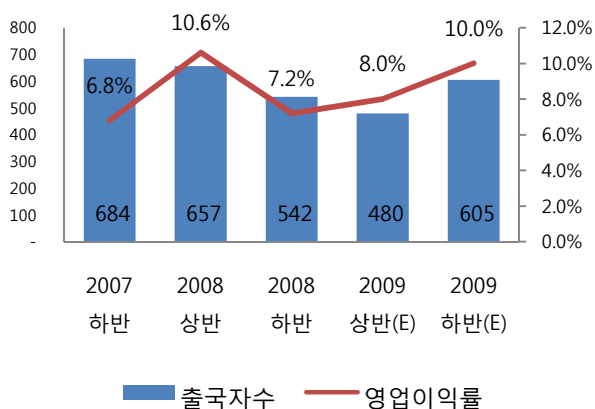
원 달러 환율 안정화로 인해 영업이익률이 10%대로 개선될 것이다.

영업이익률은 2007년 6.8%에서 2008년 상반기 10%대까지 올라갔으나 3,4분기 악재로 인해 7%까지 떨어졌다. 그러나 2009년에는 작년에 부분적으로 개장하였던 인천면세점 개장 효과가 연간으로 본격 반영되고, 2009년 하반기에는 원 달러 환율 안정화까지 가세하여 영업이익률 10%대를 다시 회복할 것으로 예상된다.

2008년 매출액은 환율 급등으로 예상보다 부진했지만 임대료 감소와 고정비용등을 감안할때 cash cow 역할을 해줄 것으로 기대된다.

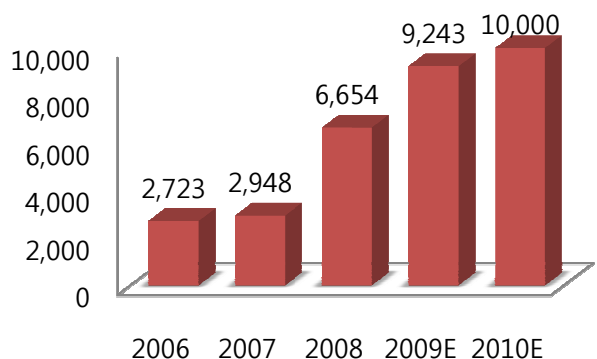
2009년에는 신공항 청사 완공으로 사업장 규모가 2,096 평으로 65.0% 증가된다. 2008년 동사의 면세점 매출액은 6635억 원으로, 개장 당시 원 달러 환율의 급등으로 2008년 예상치 매출 보다는 부진한 실적으로 보였다. 이는 면세점 사업이 고정비용이 커 실적이 낮아진 측면이 있다. 하지만 현재 환율이 하락세로 돌아서고 있으며, 공항 임대료도 기존의 1900억 원에서 1735억 원으로 감소되어 약 175억 원 정도의 이익을 보았다. 2009년 예상 면세점 매출액은 9,243억 원이며 2010년에는 연간 매출액이 1조원 이상을 달성할 것으로 전망된다. 당사의 인천공항 면세점은 확실한 cash cow 역할을 할 것으로 기대된다.

그림 33. 출국자수와 영업이익률 (단위: 만 명)



자료: Research 2 Team

그림 34. 호텔신라 면세점 매출 예상 (단위: 억 원)



자료: Research 2 Team

VII. Risk & Issue : 면세점 사업

1. 개방화에 따른 가격 경쟁력 약화

개방화에 따른 면세점 품목의 가격 경쟁력 약화는 면세점 사업의 가장 큰 risk로 꼽힌다.

면세점의 가장 큰 경쟁력은 가격경쟁력이다. 만약 내수 유통 가격이 면세점 가격과 차이가 없어진다면 면세점을 이용하는 인센티브가 적어지는 셈이다. 이런 측면에서 개방화에 따른 FTA 조약 체결은 면세점의 가격 경쟁력을 위협하는 요소이다. 면세점에 입점해 있는 해외 유명 고급 브랜드의 대부분이 유럽 브랜드임을 감안하면 한-EU 간 FTA 체결은 면세점 사업의 가장 큰 risk로 볼 수 있다.

한-EU FTA 에서 화장품, 향수, 가방 등의 품목이 5년내 철폐로 잠정합의 되었다. 현재 이 품목들의 관세는 약 10% 수준으로 비교적 높다.

2009 년 3 월 23 일 외교통상부의 발표에 따르면 한국과 EU 는 화장품 관세를 3 년 내에 철폐하기로 합의하였다. 기초화장품의 경우는 5 년 내 철폐가 결정되었다. 또 가방 등 피혁제품의 관세도 3 년 이내 철폐로 의견이 절충됐다. 잠정안이 확정되면 샤넬, 크리스찬 디올, 랑콤, 살바토레 페레가모 등 유럽 산 명품 브랜드의 가격이 현재 적용되는 관세부가액 만큼 떨어질 것이다. 화장품 관세는 8%, 천연가죽 구두와 가방의 관세는 각각 13%, 8% 이다. 4 월 2 일 영국에서 열린 회담에서 대부분의 사항은 합의를 보았으나 관세환급 문제에 관한 양측의 의견차가 좁혀지지 않아 협상은 결렬되었다. 한- EU FTA 협상은 이르면 내달 다시 열릴 것으로 전망되고 있다.

특소세 효과 및 다양한 브랜드 입점 등으로 개방화에 따른 risk 를 극복해 나갈 것으로 보인다.

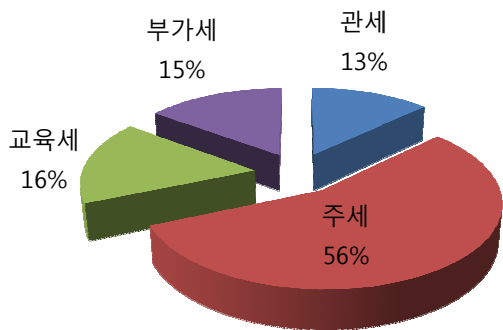
한-EU FTA 가 체결되면 화장품, 향수 등의 상품에서 철폐되는 관세만큼 가격 경쟁력을 잃지만, 특별소비세의 면세 효과는 지속되므로 내수 유통 가격보다는 경쟁력이 있다. 주류의 예를 들어 보면, 통관 시 납부해야 할 세금은 2ℓ 들이 양주 1 병 (30 만원)을 기준으로 관세, 주세, 부가가치세, 교육세 등의 세금이 총 46 만 6,656 원 붙게 되고 각 세금 별 구성 비율은 [그림 30]과 같게 된다. 관세가 차지하는 비중은 13%로 전체 세금 구성에서 비교적 낮은 수치를 차지하고 있어 FTA 가 체결되어도 면세점 사업은 여전히 가격경쟁력을 유지 할 수 있게 된다. 또한 면세점 브랜드의 고급화, 소비자들이 기존에 접하지 못했던 다양한 브랜드 입점을 통한 차별화 전략 등으로 개방화에 따른 risk 를 극복할 수 있을 것으로 보인다. 그리고 관세가 완전히 철폐되는 2013 년도까지는 경쟁력을 유지하는데 무리가 없으리라 전망된다

2. 제 2 롯데월드 건설 이슈

제 2롯데 월드 면세점 입점으로 서울 시내 면세점 경쟁은 더 치열해질 전망이지만, 완공이 2014년으로 예상되므로 단기적 영향력은 미미하다.

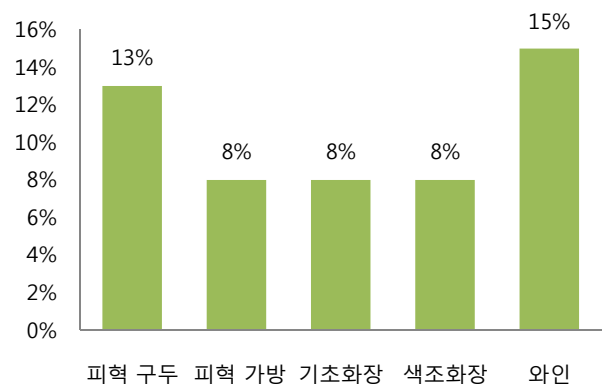
정부는 서울 잠실 제 2 롯데월드(112 층, 555m) 신축공사를 허용하기로 2009 년 3 월 최종 결론을 내렸다. 서울시의 건축심의와 허가절차가 끝나면 이르면 2010 년에 제 2 롯데월드 공사가 시작될 것으로 전망된다. 제 2 롯데월드는 서울 송파구 신천동 롯데월드 맞은편에 112 층의 슈퍼타워와 8 개 동으로 꾸며질 예정인데, 슈퍼타워에 6성급 호텔과 오피스텔, 면세점이 들어서게 된다. 제 2 롯데월드 면세점이 개관하면 호텔 신라와 롯데의 서울시내 면세점 점유율 경쟁은 지금보다 더 치열해질 것이다. 하지만 제 2 롯데월드의 완공 시점이 2014 년임을 감안하면 호텔신라의 단기적인 경쟁력에는 영향을 미치지 못할 것이다.

그림 35. 면세 품목 세금 비율 (2l 양주 1병 기준)



자료: 관세청, Research 2 Team

그림 36. 면세 품목별 관세율



자료: Research 2 Team

VIII Valuation & Conclusion

당사가 영위하는 호텔/객실 산업과 면세점 산업은 안정적인 사업모델을 가진 산업으로서 지속적인 매출이 발생한다. 또한 국가가 진입장벽을 형성해주므로 안정적인 경쟁구도 내에서 일정한 영업이익률을 유지할 수 있다. 매출채권 규모도 미미하고 전반적인 운전자본 부담은 낮다. 이러한 근거로 DCF 법으로 valuation 을 하였다. 몇 가지 가정은 다음과 같으며 사업부별로 다른 수치를 적용하였다.

1. 영업이익률

면세점 사업부의 영업이익률은 9%로, 호텔/객실 사업부의 영업이익률은 4%로 가정하였다. 면세점의 영업이익률 9%는 보수적인 수치로, 실제 영업이익률은 이보다 높을 것이라 예상된다.

2. 매출액 성장률

사업부 별 매출액 성장률은 아래 그림과 같다.

3. 순유형 고정자산

당사의 순유형 고정자산은 최근 10년간 거의 변화가 없었다. 2008년 이후 인천 공항 면세점 사업에 진출한 뒤로 당사의 매출액은 크게 증가하여 2008년 매출액 대비 순유형 고정자산의 비율은 52%이다. 앞으로도 당사의 고정자산은 비슷하게 유지하겠지만, 매출액의 성장을 감안하여 매년 순유형 고정자산의 비율이 점차 감소한다고 가정하였다.

4. 영업용 운전자본을 비롯한 기타 추정치의 증감과 관련된 요소는 당사가 영위하는 사업의 특성 상 큰 변동이 없다. 그렇기에 가중평균치를 반영하였다.

5. 당사의 경우 전환사채와 신주인수권부사채는 없다. 우선주가 751,876 주 발행되어 있는데, 발행 주식수와 현재 주가를 적용하여 Valuation 을 하였다.



매출액대비비율	2008	적용
영업이익률	6.07%	면세점9%, 호텔4%
유,무형자산 상각비	3.45%	3.92%
영업용운전자본	3.65%	3.50%
순유형고정자산	52.05%	52.05%
순무형고정자산	0.03%	0.02%
기타영업용순자산	15.63%	3.14%

	2008	2009	2010	2011	2012	2013
예상매출액	874,817,509	957,487,764	1,056,954,514	1,148,607,045	1,228,097,716	1,281,072,035
면세점 매출액성장률		15.0%	12.0%	10.0%	8.0%	5.0%
면세점 매출액	664,861,307	764,590,503	856,341,363	941,975,500	1,017,333,539	1,068,200,216
호텔/객실 매출액성장률		5.0%	4.0%	3.0%	2.0%	1.0%
호텔/객실 매출액	183,711,677	192,897,261	200,613,151	206,631,546	210,764,177	212,871,818
가중평균성장률		13.0%	10.5%	8.7%	7.0%	4.3%
예상EBIT	53,121,284	76,529,036	85,095,249	93,043,057	99,990,586	104,652,892
NOPLAT	38,512,931	55,483,551	63,566,151	72,573,584	77,992,657	81,629,256
(+)유,무형자산 상각비	30,183,839	37,516,335	41,413,646	45,004,780	48,119,388	50,195,030
총현금유입	68,696,770	92,999,886	104,979,797	117,578,364	126,112,045	131,824,286

자기자본비용	11.69%
1년치일별베타	1.06954
한국시장프리미엄	6.00%
3년만기국채수익률(2008년 평균)	5.27%

WACC	8.79%
차입금가치(이자발생부채)	419,154,772
주주지분가치(시가총액)	639,744,372
한계조달금리	5.75%

현재가치의 합	301,165,966
PV of TV	673,938,722
현금 + 시장성유가증권	201,523,010
비영업용자산	39,964,559
Value of the Firm	1,216,592,257
(-)Value of the Debt	419,154,772
우선주 현재주가	7,570
우선주 발행주식수	751,876
(-) Value of the preferred stocks	5,691,701
Value of the Equity	791,745,784
발행주식수	39,248,121
목표주가	₩ 20,173
현재주가	₩ 16,300
기대수익률	24%

이에 Research 2 Team 에서는 호텔신라에 대해 목표주가 20,150 원, 기대수익률 24%로 BUY 를 추천한다.

IX. Appendix

손익계산서

(100Mn.)	2005.12	2006.12	2007.12	2008.12
매출액	4,413	4,487	4,950	8,748
매출원가	2,200	2,299	2,499	4,618
매출총이익	2,212	2,188	2,451	4,130
판매비 및 일반관리비	1,908	1,946	2,216	3,599
인건비	598	595	660	657
감가상각비	174	213	279	302
무형자산상각비				
기타판매비 및 일반관리비	489	496	528	755
영업이익	305	242	235	531
영업외손익	-15	6	3	-220
이자수익	19	20	16	39
이자비용	38	34	32	151
외환차손익	17	10	4	-83
외화환산손익	0	0	-0	12
지분법이익	0	0	0	0
기타영업외손익	9	22	20	19
세전계속사업이익	290	248	238	311
법인세비용	80	70	67	62
계속사업이익	210	178	171	249
중단사업이익				
당기순이익	210	178	171	249
EPS (원)	541	458	439	640
수정EPS	539	455	436	635

현금흐름표

(100Mn.)	2005.12	2006.12	2007.12	2008.12
영업활동으로인한현금흐름	434	534	285	44
당기순이익	210	178	171	249
비현금수익비용가감	312	326	432	445
유형자산감가상각비	174	213	279	302
무형자산상각비	0	0	0	0
퇴직급여	70	77	144	76
외화환산손익	-0	-0	0	-12
지분법평가손익	0	534	285	44
기타	69	-498	-277	35
영업활동으로인한자산부차	-88	30	-318	-651
투자활동으로인한현금흐름	-155	-471	-283	-2,439
유형자산 투자	-192	-477	-154	-399
유형자산 처분	4	1	4	15
무형자산 증감	-0	0	0	-2
투자자산 증감	15	-1	-40	-127
기타	19	6	-94	-1,927
재무활동으로인한현금흐름	-232	-135	-102	3,453
장단기차입금증가	181	400	0	2,607
사채증감	0	0	0	996
자본증감	0	0	0	0
배당금의지급	-78	-78	-78	-98
기타	-335	-457	-24	-52
영업투자재무활동기타현금:	0	0	0	0
순현금흐름	48	-71	-100	1,058
기초현금	376	424	353	253
기말현금	424	353	253	1,310

대차대조표

(100Mn.)	2005.12	2006.12	2007.12	2008.12
유동자산	1,107	1,130	1,130	3,882
현금등가물 및 단기금융상	424	353	253	2,010
시장성유가증권	0	0	0	0
매출채권	119	150	170	203
재고자산	523	547	656	1,326
비유동자산	5,785	5,984	6,077	7,445
투자자산	220	157	307	400
유형자산	4,427	4,667	4,529	4,553
무형자산	1	1	0	2
자산총계	6,892	7,113	7,208	11,326
유동부채	986	746	706	2,355
매입채무	91	153	152	417
단기차입금	0		0	807
유동성장기차입금	19	27	54	72
비유동부채	1,263	1,663	1,614	4,034
사채	0	400	400	996
장기차입금	269	243	188	1,916
부채총계	2,249	2,409	2,320	6,389
자본금	2,000	2,000	2,000	2,000
자본잉여금	2,078	2,080	2,082	2,084
이익잉여금	676	777	870	1,022
자본조정	-57	-56	-55	-54
자본총계	4,643	4,704	4,887	4,937

주요투자지표

(₩,%)	2005.12	2006.12	2007.12	2008.12
Growth Ratios				
매출액성장률 %	4.2%	1.7%	10.3%	76.7%
EBITDA성장률 %	20.4%	-4.9%	12.9%	62.0%
EBIT성장률 %	26.7%	-20.6%	-2.9%	125.9%
총자산성장률 %	2.1%	3.2%	1.3%	57.1%
Profitability Ratios				
매출총이익률 %	50.1%	48.8%	49.5%	47.2%
EBITDA마진률 %	10.8%	10.1%	10.4%	9.5%
EBIT마진률 %	6.9%	5.4%	4.8%	6.1%
세전계속사업이익률 %	6.6%	5.5%	4.8%	3.6%
당기순이익률 %	4.8%	4.0%	3.5%	2.9%
Stability Ratios				
부채비율 %	48.4%	51.2%	47.5%	129.4%
순부채비율 %	5.7%	6.7%	8.0%	44.2%
유동비율 %	112.3%	151.4%	160.0%	164.8%
당좌비율 %	59.2%	78.0%	67.2%	108.6%
이자보상배율	8.1	7.2	7.4	3.5
Performance Ratios				
ROE %	4.6%	3.8%	3.6%	5.1%
ROA %	3.1%	2.5%	2.4%	2.7%
ROIC %	4.5%	3.4%	4.1%	8.0%
Per Share Ratios				
수정EPS	526	445	428	624
주당순자산	11,607	11,761	12,218	12,344
주당현금흐름	960	978	1,125	1,378
주당배당금	200	200	250	200

