지주/유통/상사
박종렬
02)6260-2466
jrpark@heungkuksec.co.kr

R.A
김지은
02)739-5938
qet3474@heungkuksec.co.kr

(008770)

호텔신라

면세점 실적 개선 폭이 관건

BUY(유지)

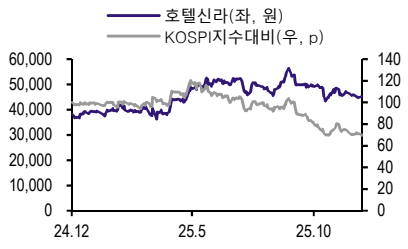
목표주가	58,000원(유지)
현재주가(12/23)	45,000원
상승여력	28.9%
시가총액	1,766십억원
발행주식수	39,248천주
52주 최고가 / 최저가	56,400 / 36,200원
3개월 일평균거래대금	10십억원
외국인 지분율	14.4%
주요주주	
삼성생명보험 (외 6인)	17.3%
국민연금공단 (외 1인)	7.0%
자사주 (외 1인)	5.4%

주가수익률(%)	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	-7.1	-19.2	-11.8	17.6
상대수익률(KOSPI)	-14.0	-37.3	-48.3	-51.0

(단위: 십억원, 원, %, 배)

재무정보	2023	2024	2025E	2026E
매출액	3,568	3,948	4,054	3,963
영업이익	91	-5	32	144
EBITDA	219	127	174	279
지배주주순이익	86	-62	-153	96
EPS	2,186	-1,567	-4,135	2,595
순차입금	1,152	1,241	1,211	970
PER	29.9	n/a	n/a	17.3
PBR	4.3	1.1	1.8	1.5
EV/EBITDA	17.2	21.3	17.3	9.9
배당수익률	0.3	0.0	0.4	0.4
ROE	15.0	-6.5	-13.3	8.6
컨센서스 영업이익	-	-	31	131
컨센서스 EPS	-	-	-3,809	2,288

주가추이



인천공항면세점(DF1) 철수('26년 3월 영업 종료)로 실적 개선 가능성은 열려 있지만, 외국 관광객의 증가가 면세점 매출 확대로 연결 여부 확인은 필요한 상황임.

4Q Preview: EBIT 146억원(흑전 YoY), 실적 개선

4분기 연결기준 매출액 1.0조원(+8.8% YoY), 영업이익 146억원(흑전 YoY)으로 전분기에 이어 비교적 양호한 영업실적을 기록할 전망임. 지난해 낮은 기저효과와 함께 호텔&레저 부문의 견조한 이익 창출과 면세점의 영업손실 축소 때문임. 올해 연간 연결기준 매출액 4.0조원(+2.7% YoY), 영업이익 326억원(흑전 YoY)으로 수정 전망함. 지난 상반기까지 부진한 실적을 기록했지만, 하반기에는 면세점의 영업손실 폭을 전년동기비 크게 축소하면서 연간 연결 영업이익은 흑자전환이 가능할 것임.

2026년: 면세점 실적 개선 폭이 관건

2026년 연간 연결기준 매출액 3.9조원(-2.3% YoY), 영업이익 1,439억원(+341.2% YoY)으로 수정 전망함. 호텔&레저의 견조한 이익 창출과 함께 면세점의 실적 개선 때문임. 인천공항점 철수 이후 임차료 부담 완화, 입국객 수 확대 등의 긍정적인 요인에도 불구하고, 외국인 여행객의 면세점 선호도 저하, 원화약세에 따른 가격경쟁력 약화 등을 감안하면 면세점의 실적 개선 폭은 제한적일 전망임. 외국인 관광객 확대로 인한 실적 개선 효과는 상대적으로 크지 않을 것임. 과거 단체여행 및 쇼핑 위주에서 개별자유여행 및 체험 중시 트렌드로의 소비행태 변화(면세점 이용률과 객단가 하락)와 고환율 기조 장기화로 타 유통채널 대비 면세점의 가격경쟁력도 약화되고 있기 때문임.

투자의견 BUY 유지, 목표주가 58,000원 유지

목표주가 산출은 SOTP 방식이고, 영업가치 산정시 EV/EBITDA 10.1배(최근 5년간 평균 대비 47% 할인)를 적용함. 2026년 기준 P/E, P/E는 각각 17.4배와 1.5배로 밸류에이션 매력은 높지 않음. 향후 구체적인 주주환원 정책도 부재한 상황임. 전향적인 주주환원 확대 의지 표명과 함께 적극적인 기업가치 제고 노력을 병행해야 할 것임.

표 1 호텔신라 실적 추이 및 전망 (단위: 십억원)

	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25E	1Q26E	2Q26E	3Q26E	4Q26E	2024	2025E	2026E
매출액	972	1,025	1,026	1,032	1,008	998	995	962	3,948	4,054	3,963
면세점	827	850	850	853	860	819	816	780	3,282	3,380	3,275
호텔&레저	145	175	176	178	148	179	179	182	666	674	688
매출총이익	455	479	482	490	470	486	494	474	1,830	1,906	1,924
영업이익	-2	9	11	15	23	40	47	34	-5	33	144
면세점	-5	-11	-10	-3	20	19	24	16	-70	-29	79
호텔&레저	3	20	22	17	3	21	23	18	65	62	65
세전이익	-4	2	-187	4	22	39	41	23	-47	-186	125
지배주주순이익	-6	-1	-149	3	17	30	31	18	-62	-153	96
수익성 (%)											
GPM	*46.8*	*46.7*	*47.0*	*47.5*	*46.6*	*48.7*	*49.6*	*49.3*	*46.3*	*47.0*	*48.6*
OPM	*-0.2*	*0.8*	*1.1*	*1.4*	*2.3*	*4.0*	*4.8*	*3.5*	*-0.1*	*0.8*	*3.6*
면세점	*-0.6*	*-1.3*	*-1.2*	*-0.3*	*2.3*	*2.3*	*3.0*	*2.0*	*-2.1*	*-0.9*	*2.4*
호텔&레저	*1.8*	*11.4*	*12.4*	*9.6*	*2.1*	*11.8*	*12.7*	*10.0*	*9.7*	*9.1*	*9.5*
RPM	*-0.4*	*0.2*	*-18.3*	*0.3*	*2.2*	*3.9*	*4.1*	*2.4*	*-1.2*	*-4.6*	*3.2*
NPM	*-0.6*	*-0.1*	*-14.5*	*0.3*	*1.7*	*3.0*	*3.1*	*1.8*	*-1.6*	*-3.8*	*2.4*
성장성 (%, YoY)											
매출액	-0.9	2.3	0.9	8.8	3.7	-2.7	-3.0	-6.8	10.6	2.7	-2.3
면세점	-0.4	2.1	0.6	10.3	4.0	-3.7	-4.0	-8.6	11.9	3.0	-3.1
호텔&레저	-3.6	3.2	2.7	2.4	2.2	2.1	1.9	1.8	4.9	1.3	2.0
영업이익	적전	-68.7	흑전	흑전	흑전	1.5	2.5	-3.2	적전	흑전	341.2
면세점	적전	적전	적지	적지	흑전	흑전	흑전	흑전	적전	적지	흑전
호텔&레저	-58.2	-3.2	0.5	7.3	22.1	5.7	5.0	5.4	-6.1	-4.6	6.0
세전이익	적전	-94.5	적지	흑전	흑전	1,665	흑전	538.4	적전	적지	흑전
지배주주순이익	적지	적전	적지	흑전	흑전	흑전	흑전	538.4	적전	적지	흑전
주요 가정											
GDP성장률 (실질, YoY)	0.0	0.6	1.8	1.7	2.5	2.2	1.6	1.8	2.0	1.0	2.0
민간소비 (YoY)	0.6	0.9	1.9	1.8	2.1	2.0	1.6	1.6	1.1	1.3	1.8
소비자물가상승률	2.1	2.1	2.0	2.4	2.2	2.1	1.9	1.8	2.4	2.2	2.0
원/달러환율 (평균)	1,452	1,399	1,387	1,450	1,470	1,460	1,455	1,450	1,364	1,422	1,459

주: '25년 3분기 인천공항면세점 DF1, 2026년 3월 철수 예정에 따른 손해배상금(1,900억원) 비용 인식
자료: 호텔신라, 흥국증권 리서치센터

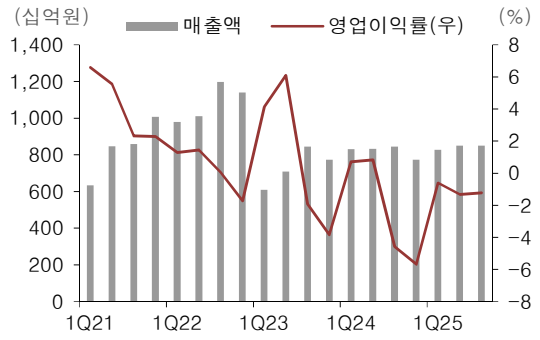
표 2 호텔신라 적정주주가치 산출 근거 (단위: 십억원, 천주, 원, %)

	2025E	2026E	12M Forward	비고
1. 사업가치	1,759	2,824	2,807	
EBITDA	174	279		
EV/EBITDA	10.1	10.1		최근 5년간 평균(19.0배)대비 30% 할인율 적용
2. 투자자산가치	437	446	446	
투자유가증권	10	10		순자산가액 대비 30% 할인 적용
기타투자자산 등	427	436		순자산가액 대비 30% 할인 적용
3. 기업가치 (=1+2)	2,196	3,270	3,252	
4. 순차입금	1,211	970	974	
5. 비지배주주지분	0	0	0	
6. 적정시가총액 (=3-4-5)	985	2,300	2,278	
발행주식수	39,248	39,248	39,248	
적정주가 (원)	25,090	58,612	58,053	
현재주가	45,000	45,000	45,000	
상승여력 (%)	-44.2	30.2	29.0	

자료: 호텔신라, 흥국증권 리서치센터

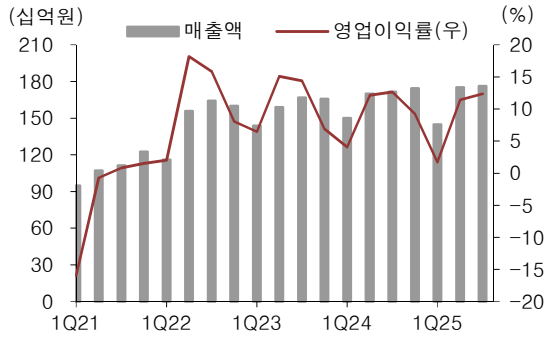
[흥국증권주식회사] 기업분석팀_박종렬_2025-12-24

그림 1 매출액 및 영업이익률 추이(TR 부문)



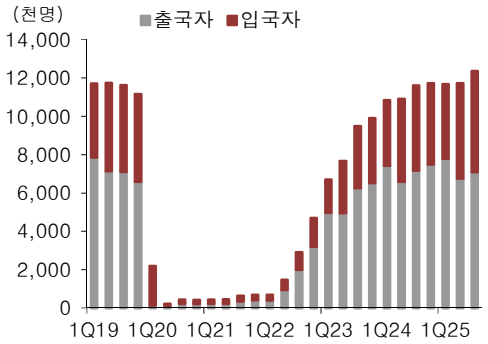
자료: 호텔신라, 흥국증권 리서치센터

그림 2 매출액 및 영업이익률 추이(호텔 및 레저 부문)



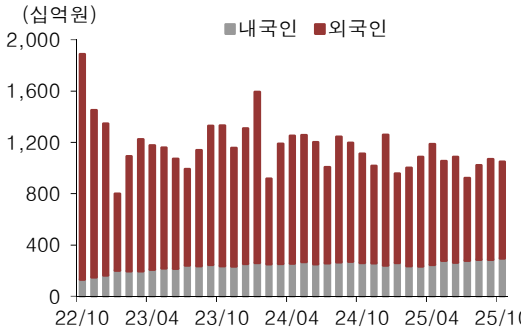
자료: 호텔신라, 흥국증권 리서치센터

그림 3 입출국자, 이미 코로나 이전 수준을 회복했지만



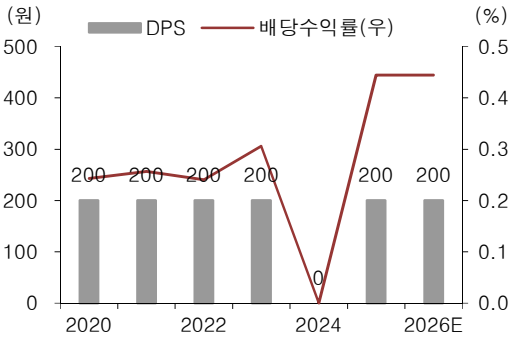
자료: 한국관광공사, 흥국증권 리서치센터

그림 4 면세점 월별 매출액 추이, 부진한 흐름 지속



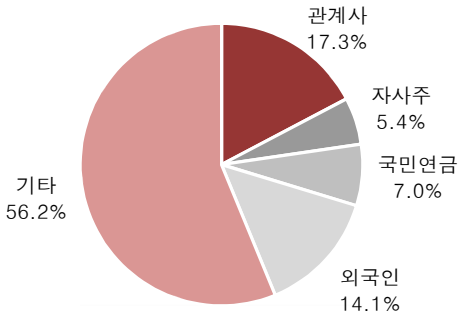
자료: 한국면세점협회, 흥국증권 리서치센터

그림 5 호텔신라 배당금 추이 및 전망



자료: 호텔신라, 흥국증권 리서치센터

그림 6 호텔신라 주주현황



자료: 호텔신라, 흥국증권 리서치센터

[흥국증권주식회사]
기업분석팀_박종렬_2025-12-24

포괄손익계산서

(단위:십억원)

결산기	2023	2024	2025E	2026E	2027E
매출액	**3,568**	**3,948**	**4,054**	**3,963**	**4,128**
증가율 (Y-Y,%)	(27.5)	10.6	2.7	(2.3)	4.2
영업이익	**91**	**(5)**	**32**	**144**	**166**
증가율 (Y-Y,%)	16.4	적전	흑전	345.9	15.3
EBITDA	219	127	174	279	298
영업외손익	16	(42)	(218)	(19)	(18)
순이자수익	(23)	(33)	12	(26)	(25)
외화관련손익	(2)	(2)	(1)	0	0
지분법손익	(3)	(36)	(8)	(15)	(15)
세전계속사업손익	107	(47)	(186)	125	148
당기순이익	**86**	**(62)**	**(153)**	**96**	**114**
지배기업당기순이익	**86**	**(62)**	**(153)**	**96**	**114**
증가율 (Y-Y,%)	흑전	적전	적지	흑전	18.5
3 Yr CAGR & Margins					
매출액증가율(3Yr)	3.8	1.5	(6.3)	3.6	1.5
영업이익증가율(3Yr)	n/a	n/a	(25.6)	16.4	n/a
EBITDA증가율(3Yr)	78.3	(19.8)	(5.4)	8.4	32.9
순이익증가율(3Yr)	n/a	n/a	n/a	3.8	n/a
영업이익률(%)	2.6	(0.1)	0.8	3.6	4.0
EBITDA마진(%)	6.1	3.2	4.3	7.0	7.2
순이익률 (%)	2.4	(1.6)	(3.8)	2.4	2.8
NOPLAT	**73**	**(4)**	**23**	**111**	**128**
(+) Dep	128	132	141	135	132
(-) 운전자본투자	18	95	(97)	(13)	12
(-) Capex	55	74	64	74	77
OpFCF	128	(40)	198	184	171

재무상태표

(단위:십억원)

결산기	2023	2024	2025E	2026E	2027E
유동자산	1,380	1,411	1,257	1,435	1,588
현금성자산	448	417	468	693	801
매출채권	270	336	186	174	185
재고자산	630	623	533	497	529
비유동자산	1,626	2,403	2,169	2,137	2,111
투자자산	1,024	844	624	637	649
유형자산	573	1,536	1,521	1,474	1,433
무형자산	29	23	24	27	29
자산총계	**3,007**	**3,814**	**3,427**	**3,572**	**3,699**
유동부채	1,188	1,150	1,243	1,201	1,226
매입채무	677	609	525	490	521
유동성이자부채	417	412	612	604	596
비유동부채	1,210	1,380	1,156	1,151	1,146
비유동이자부채	1,183	1,247	1,066	1,058	1,050
부채총계	**2,398**	**2,530**	**2,400**	**2,352**	**2,372**
자본금	200	200	200	200	200
자본잉여금	197	206	206	206	206
이익잉여금	304	223	70	159	266
자본조정	(92)	655	550	655	655
자기주식	(104)	(104)	(104)	(104)	(104)
자본총계	**608**	**1,284**	**1,027**	**1,220**	**1,327**
투하자본	1,725	2,503	2,224	2,176	2,159
순차입금	1,152	1,241	1,211	970	846
ROA	2.9	(1.8)	(4.2)	2.8	3.1
ROE	15.0	(6.5)	(13.3)	8.6	9.0
ROIC	4.5	(0.2)	1.0	5.0	5.9

주요투자지표

(단위:십억원,원)

결산기	2023	2024	2025E	2026E	2027E
Per share Data					
EPS	2,186	(1,567)	(4,135)	2,595	3,075
BPS	15,212	32,108	25,671	30,504	33,172
DPS	200	0	200	200	250
Multiples(x,%)					
PER	29.9	n/a	n/a	17.3	14.6
PBR	4.3	1.1	1.8	1.5	1.4
EV/ EBITDA	17.2	21.3	17.3	9.9	8.9
배당수익율	0.3	0.0	0.4	0.4	0.6
PCR	12.3	9.4	n/a	5.1	6.8
PSR	0.7	0.4	0.4	0.5	0.4
재무건전성 (%)					
부채비율	394.1	197.0	233.7	192.8	178.8
Net debt/Equity	189.4	96.7	117.9	79.5	63.7
Net debt/EBITDA	526.4	977.0	697.7	347.9	283.6
유동비율	116.1	122.7	101.1	119.5	129.5
이자보상배율	4.0	n/a	n/a	5.6	6.7
이자비용/매출액	1.4	1.5	1.4	1.3	1.3
자산구조					
투하자본(%)	53.9	66.5	67.1	62.1	59.8
현금+투자자산(%)	46.1	33.5	32.9	37.9	40.2
자본구조					
차입금(%)	72.4	56.4	62.0	57.7	55.4
자기자본(%)	27.6	43.6	38.0	42.3	44.6

주) 재무제표는 연결기준으로 작성

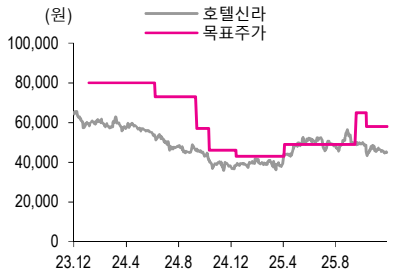
현금흐름표

(단위:십억원)

결산기	2023	2024	2025E	2026E	2027E
영업현금	**243**	**69**	**(7)**	**366**	**253**
당기순이익	86	(62)	(153)	96	114
자산상각비	128	132	141	135	132
운전자본증감	12	(98)	90	13	(12)
매출채권감소(증가)	35	(38)	107	13	(11)
재고자산감소(증가)	(67)	29	87	36	(32)
매입채무증가(감소)	78	(93)	(69)	(36)	32
투자현금	**(231)**	**(95)**	**(240)**	**(122)**	**(126)**
단기투자자산감소	3	5	1	(4)	(4)
장기투자증권감소	(1)	(21)	1	(15)	(15)
설비투자	(55)	(74)	(64)	(74)	(77)
유무형자산감소	1	1	(3)	(16)	(16)
재무현금	**(138)**	**(30)**	**(17)**	**(23)**	**(23)**
차입금증가	(93)	21	12	(16)	(16)
자본증가	0	0	0	0	0
배당금지급	(8)	(8)	0	(7)	(7)
현금 증감	(122)	(41)	(267)	221	104
총현금흐름(Gross CF)	**213**	**156**	**(99)**	**353**	**264**
(-) 운전자본증가(감소)	18	95	(97)	(13)	12
(-) 설비투자	55	74	64	74	77
(+) 자산매각	1	1	(3)	(16)	(16)
Free Cash Flow	141	(11)	(69)	276	159
(-) 기타투자	1	21	(1)	15	15
잉여현금	140	(32)	(68)	261	144

[흥국증권주식회사]
기업분석팀_박종렬_2025-12-24

호텔신라 - 주가 및 당사 목표주가 변경



최근 2년간 당사 투자의견 및 목표주가 변경

날짜	투자의견	적정가격(원)	평균주가 괴리율(%)	최고(최저)주가 괴리율(%)
2022-05-19	담당자변경			
2024-01-30	Buy	80,000	(27.3)	(21.4)
2024-07-02	Buy	73,000	(33.4)	(26.2)
2024-10-07	Buy	57,000	(21.9)	(18.0)
2024-11-05	Buy	46,000	(15.8)	(10.8)
2025-01-07	Hold	43,000	(8.4)	(2.8)
2025-04-16	Buy	43,000	(9.0)	2.6
2025-04-29	Buy	49,000	0.8	15.1
2025-10-13	Buy	65,000	(24.5)	(22.9)
2025-11-06	Buy	58,000	(20.8)	(16.4)
2025-12-24	Buy	58,000		

투자의견(향후 12개월 기준)

기업	Buy(매수): 15% 이상 Hold(중립): -15% ~15% Sell(매도): -15% 이하	산업	OVERWEIGHT (비중확대): 향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 5% 이상 상승 예상 NEUTRAL (중립): 향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률과 유사한 수준(± 5%) 예상 UNDERWEIGHT (비중축소): 향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 5% 이상 하락 예상

최근 1년간 조사분석자료의 투자등급 비율 (2025년 09월 30일 기준)

Buy (97.1%)	Hold (2.9%)	Sell (0.0%)

Compliance Notice

- 당사는 보고서 제공시점 현재 상기 종목을 1% 이상 보유하고 있지 않으며, 동 보고서를 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 조사분석 담당자 및 그 배우자 등 관련자는 상기 종목의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 보고서 제공시점 기준으로 지난 6개월간 상기 종목의 유가증권 발행에 주간사로 참여한 사실이 없습니다.
- 본 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

본 보고서는 당사 고객들의 투자에 관한 정보를 제공할 목적으로 당사 고객에 한하여 배포되는 자료입니다. 본 보고서의 내용은 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사가 그 신뢰성이나 완전성을 보증하는 것이 아닙니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 보고서가 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 또한 본 보고서의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 동의없이 무단 복제, 대여, 전송, 변형 및 배포 될 수 없습니다.

흥국씨앗체

흥국씨앗체는 흥국의 기업철학 모티브를 반영한 글씨체로서, 세계 3대 디자인상인 독일 '2015 iF 디자인 어워드'에서 커뮤니케이션 분야 브랜드 아이덴티티 부문 본상을 수상하였습니다. 친근하고 희망적인 느낌의 흥국씨앗체는 고객존중과 으뜸을 지향하는 흥국의 아이덴티티를 부각시킵니다.

Heungkuk
흥국증권

http://www.heungkuksec.co.kr

□ 주소 (본사) 서울시 영등포구 국제금융로 2길 32 (여의도파이낸스타워 14층)
(리서치센터) 서울시 영등포구 국제금융로 2길 32 (여의도파이낸스타워 6층)
□ 전화번호 영업부 대표 02)6742-3635
□ 팩스 영업부 대표 02)739-6286