

지주/유통/상사

박종렬

02)6260-2466

jrpark@heungkuksec.co.kr

(008770)

호텔신라

BUY(유지)

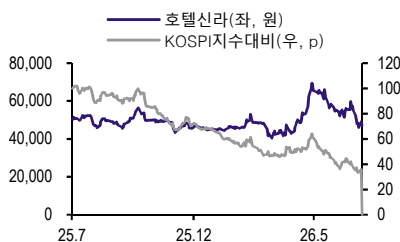
실적과 밸류에이션 사이

목표주가	65,000원(하향)			
현재주가(06/30)	47,150원			
상승여력	37.9%			
시가총액	1,851십억원			
발행주식수	39,248천주			
52주 최고가 / 최저가	69,400 / 40,400원			
3개월 일평균거래대금	25십억원			
외국인 지분율	21.0%			
주요주주				
삼성생명보험 (외 9인)	17.7%			
국민연금공단 (외 1인)	6.8%			
자시주 (외 1인)	5.4%			
주가수익률(%)	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	-14.4	4.7	5.7	-8.8
상대수익률(KOSPI)	-14.4	-56.0	-95.4	-184.8

(단위: 십억원, 원, %, 배)

재무정보	2024	2025	2026E	2027E
매출액	3,948	4,068	4,102	4,254
영업이익	-5	14	179	229
EBITDA	127	154	309	356
지배주주순이익	-62	-173	98	151
EPS	-1,567	-4,404	2,645	4,077
순차입금	1,241	1,052	1,104	927
PER	n/a	n/a	17.8	11.6
PBR	1.1	1.6	1.7	1.5
EV/EBITDA	21.3	18.3	9.6	7.9
배당수익률	0.0	0.0	0.4	0.4
ROE	-6.5	-14.5	8.9	12.9
컨센서스 영업이익	-	-	170	0
컨센서스 EPS	-	-	2,900	0

주가추이



방한 외국인의 급증과는 달리 여전히 면세점 매출 증가는 제한적인 수준임. 이는 원화가치 하락과 외국인 쇼핑 행태의 변화 등으로 면세점 업태의 경쟁력 약화가 주된 원인으로 작용함.

2Q26 Preview: OP 506억원(+485% YoY), 실적 개선

2분기 연결기준 매출액 1.0조원(-0.9% YoY), 영업이익 506억원(+484.7 YoY)으로 전분기에 이어 양호한 영업실적을 기록할 전망이다. 지난해 낮은 기저효과와 함께 호텔&레저 부문의 건조한 이익 창출과 면세점의 흑자 전환 때문임. 면세점의 경우 수익성 중심의 경영 기조 하에 영업점 전반 할인율을 효율적으로 관리하고 있고, 총 할인율은 30% 중반대로 안정화될 전망이다. 호텔&레저 부문은 방한 외국인 수요 증가에 따른 객단가(ADR) 상승이 실적 개선의 주된 요인으로 작용할 것임.

2026년: 실적 모멘텀은 강화되고 있지만

2026년 연간 연결기준 매출액 4.1조원(+0.8% YoY), 영업이익 1,792억원(+1,226.4% YoY)으로 수정 전망함. 호텔&레저의 건조한 이익 창출과 함께 면세점의 실적 개선 때문임. 인천공항점 DF1(4/16 영업 종료) 철수 이후 임차료 부담 완화, 외국인 입국객 수 확대 등의 긍정적인 영업환경과 함께 수익성 위주의 할인을 관리가 이뤄지면서 면세점의 수익성 개선이 지속 가능할 것임. 또한, 호텔 투숙률과 객단가의 상승으로 실적 개선 추세가 지속될 것이기 때문임. 다만, 아쉬운 것은 올해 들어 지난 5월까지 방한 외국인의 급증(872만명, +21.0% YoY)에도 불구하고, 면세점 매출액은 거의 제자리 수준(5.3조원 +1.3% YoY)이라는 점임.

투자 의견 BUY 유지, 목표주가 65,000원 하향

2026~2027년 수익예상을 상향하나, 멀티플 조정에 따라 목표주가를 하향 조정함. 목표주가 산출은 SOTP 방식이고, 영업가치 산정시 EV/EBITDA 9.5배(최근 5년간 평균 대비 50% 할인)를 적용함. 최근 주가 하락에도 불구하고, 12개월 Forward 기준 P/E, P/B는 각각 14.7배, 1.6배 수준으로 밸류에이션 매력은 높지 않음. 향후 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	4Q25	1Q26	2Q26E	3Q26E	4Q26E	2025	2026E	2027E
매출액	972	1,025	1,026	1,045	1,054	1,016	1,031	1,002	4,068	4,102	4,254
면세점	827	850	850	855	885	831	845	802	3,382	3,362	3,498
호텔&레저	145	175	176	191	169	185	186	200	687	740	757
매출총이익	440	446	461	473	508	502	515	508	1,820	2,033	2,145
영업이익	-2	9	11	-4	20	51	57	51	14	179	229
면세점	-5	-11	-10	-21	12	26	30	26	-47	94	135
호텔&레저	3	20	22	16	8	25	28	24	61	85	93
세전이익	-4	2	-187	-41	12	44	43	32	-230	130	194
지배주주순이익	-6	-1	-149	-17	6	34	33	25	-173	98	151
수익성 (%)											
GPM	45.3	43.5	44.9	45.3	48.3	49.4	50.0	50.7	44.7	49.6	50.4
OPM	-0.3	0.8	1.1	-0.4	1.9	5.0	5.6	5.1	0.3	4.4	5.4
면세점	-0.6	-1.3	-1.2	-2.4	1.4	3.1	3.5	3.3	-1.4	2.8	3.9
호텔&레저	1.8	11.4	12.5	8.6	4.9	13.4	14.9	12.2	8.9	11.5	12.3
RPM	-0.4	0.2	-18.3	-3.9	1.1	4.3	4.1	3.2	-5.7	3.2	4.6
NPM	-0.6	-0.1	-14.5	-1.6	0.6	3.4	3.2	2.5	-4.2	2.4	3.6
성장성 (% YoY)											
매출액	-0.9	2.3	0.9	10.3	8.4	-0.9	0.5	-4.1	3.1	0.8	3.7
면세점	-0.4	2.1	0.6	10.5	7.0	-2.3	-0.6	-6.2	3.0	-0.6	4.0
호텔&레저	-3.6	3.2	2.7	9.3	16.7	5.6	5.6	5.2	3.1	7.8	2.2
영업이익	적전	-68.7	흑전	적지	흑전	484.7	400.5	흑전	흑전	1,226.4	27.5
면세점	적전	적전	적지	적지	흑전	흑전	흑전	흑전	적지	흑전	44.1
호텔&레저	-58.2	-3.2	1.1	2.6	220.0	24.6	26.3	48.4	-5.5	39.9	9.2
세전이익	적전	-94.5	적지	적지	흑전	1,863	흑전	흑전	적지	흑전	49.0
지배주주순이익	적지	적전	적지	적지	흑전	흑전	흑전	흑전	적지	흑전	54.1
주요 가정											
GDP성장률 (실질, YoY)	-0.3	0.6	1.9	1.6	3.8	3.2	2.3	2.8	1.2	3.0	2.9
민간소비 (YoY)	0.5	1.0	1.8	2.0	2.7	2.2	2.0	2.4	1.5	2.3	2.3
소비자물가상승률	2.1	2.1	2.0	2.4	2.1	2.8	2.8	2.6	2.2	2.6	2.3
원/달러환율 (평균)	1,453	1,401	1,387	1,452	1,467	1,501	1,530	1,512	1,423	1,503	1,481

 주: '25년 3분기 인천공항면세점 DF1, 2026년 4월 철수 예정에 따른 손해배상금(1,900억원) 비용 인식
 자료: 호텔신라, 흥국증권 리서치센터

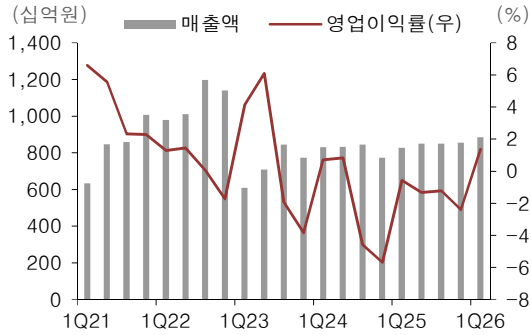
표 2 호텔신라 적정주주 가치 산출 근거

(단위: 십억원, 천주, 원, %)

	2026E	2027E	12M Forward	비고
1. 사업가치	2,933	3,372	3,153	
EBITDA	309	356		
EV/EBITDA	9.5	9.5		최근 5년간 평균(19.2배)대비 50% 할인을 적용
2. 투자자산가치	412	421	417	
투자유가증권	1	1		순자산가액 대비 30% 할인 적용
기타투자자산 등	412	420		순자산가액 대비 30% 할인 적용
3. 기업가치 (=1+2)	3,346	3,793	3,569	
4. 순차입금	1,104	927	1,016	
5. 비지배주주지분	0	0	0	
6. 적정시가총액 (=3-4-5)	2,241	2,865	2,553	
발행주식수	39,248	39,248	39,248	
적정주가 (원)	57,111	73,009	65,060	
현재주가	47,150	47,150	47,150	
상승여력 (%)	21.1	54.8	38.0	

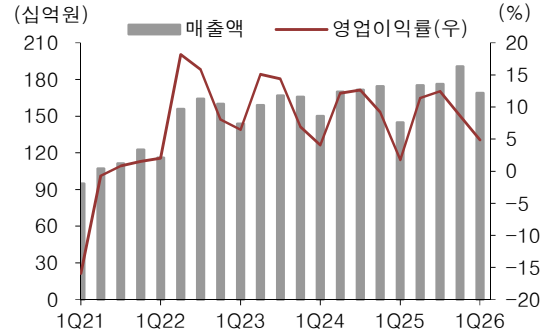
자료: 호텔신라, 흥국증권 리서치센터

그림 1 매출액 및 영업이익률 추이(TR 부문)



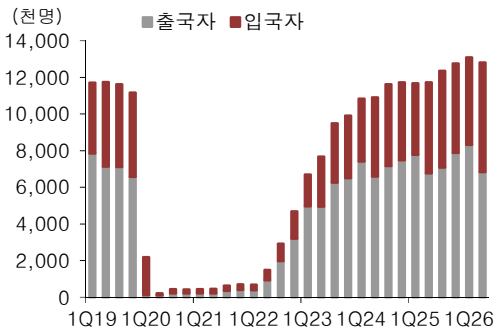
자료: 호텔신라, 흥국증권 리서치센터

그림 2 매출액 및 영업이익률 추이(호텔 및 레저 부문)



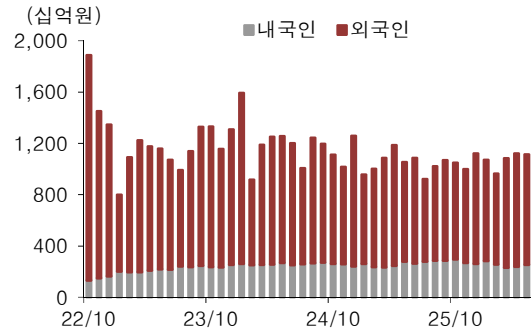
자료: 호텔신라, 흥국증권 리서치센터

그림 3 방한 외국인 2Q 595만명(20.1% YoY), 증가세 확대



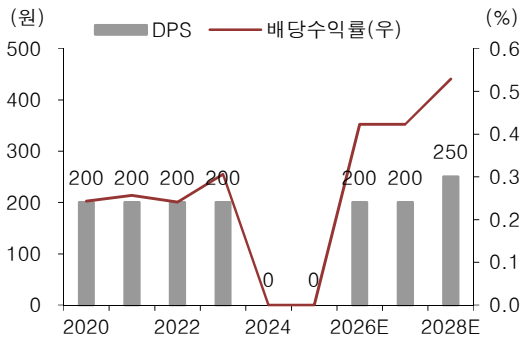
주: 2026년 2분기 입출국자수는 당사 추정치
 자료: 한국관광공사, 흥국증권 리서치센터

그림 4 면세점 월별 매출액 추이, 부진한 흐름 지속



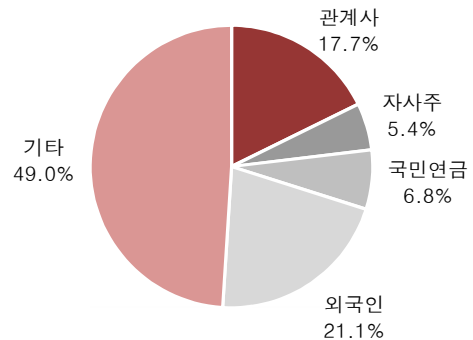
자료: 한국면세점협회, 흥국증권 리서치센터

그림 5 호텔신라 배당금 추이 및 전망



자료: 호텔신라, 흥국증권 리서치센터

그림 6 호텔신라 주주현황



자료: 호텔신라, 흥국증권 리서치센터

포괄손익계산서

(단위:십억원)

결산기	2024	2025	2026E	2027E	2028E
매출액	3,948	4,068	4,102	4,254	4,341
증가율 (Y-Y,%)	10.6	3.1	0.8	3.7	2.0
영업이익	(5)	14	179	229	253
증가율 (Y-Y,%)	적전	흑전	1,226.1	27.5	10.8
EBITDA	127	154	309	356	377
영업외손익	(42)	(244)	(49)	(35)	(33)
순이자수익	(33)	7	(2)	13	14
외화관련손익	(2)	(4)	(1)	0	0
지분법손익	(36)	(10)	0	0	0
세전계속사업손익	(47)	(230)	130	194	220
당기순이익	(62)	(173)	98	151	171
지배기업당기순이익	(62)	(173)	98	151	171
증가율 (Y-Y,%)	적전	적지	흑전	54.1	13.3
3 Yr CAGR & Margins					
매출액증가율(3Yr)	1.5	(6.2)	4.8	2.5	2.2
영업이익증가율(3Yr)	n/a	(44.3)	25.2	n/a	165.6
EBITDA증가율(3Yr)	(19.8)	(9.0)	12.2	40.9	34.7
순이익증가율(3Yr)	n/a	n/a	4.5	n/a	n/a
영업이익률(%)	(0.1)	0.3	4.4	5.4	5.8
EBITDA마진(%)	3.2	3.8	7.5	8.4	8.7
순이익률 (%)	(1.6)	(4.2)	2.4	3.6	3.9
NOPLAT	(4)	10	135	178	197
(+) Dep	132	141	130	127	124
(-) 운전자본투자	95	(160)	109	12	7
(-) Capex	74	54	51	56	57
OpFCF	(40)	257	106	237	258

재무상태표

(단위:십억원)

결산기	2024	2025	2026E	2027E	2028E
유동자산	1,411	1,401	1,205	1,408	1,613
현금성자산	417	632	359	520	702
매출채권	336	215	220	231	237
재고자산	623	526	549	578	593
비유동자산	2,403	2,140	2,080	2,036	1,998
투자자산	844	599	589	601	613
유형자산	1,536	1,519	1,464	1,404	1,349
무형자산	23	22	26	32	35
자산총계	3,814	3,541	3,284	3,444	3,611
유동부채	1,150	1,298	1,340	1,361	1,369
매입채무	609	559	538	566	581
유동성이자부채	412	624	699	691	683
비유동부채	1,380	1,137	845	839	834
비유동이자부채	1,247	1,059	764	756	748
부채총계	2,530	2,435	2,184	2,200	2,203
자본금	200	200	200	200	200
자본잉여금	206	206	206	206	206
이익잉여금	223	55	153	297	461
자본조정	655	645	540	540	540
자기주식	(104)	(104)	(104)	(104)	(104)
자본총계	1,284	1,106	1,100	1,244	1,408
투하자본	2,503	2,157	2,203	2,170	2,136
순차입금	1,241	1,052	1,104	927	729
ROA	(1.8)	(4.7)	2.9	4.5	4.9
ROE	(6.5)	(14.5)	8.9	12.9	12.9
ROIC	(0.2)	0.4	6.2	8.2	9.2

주요투자지표

(단위:십억원, 원)

결산기	2024	2025	2026E	2027E	2028E
Per share Data					
EPS	(1,567)	(4,404)	2,645	4,077	4,618
BPS	32,108	27,655	27,497	31,094	35,194
DPS	0	0	200	200	250
Multiples(x,%)					
PER	n/a	n/a	17.8	11.6	10.2
PBR	1.1	1.6	1.7	1.5	1.3
EV/ EBITDA	21.3	18.3	9.6	7.9	6.9
배당수익율	0.0	0.0	0.4	0.4	0.5
PCR	9.4	n/a	13.0	6.7	6.3
PSR	0.4	0.4	0.5	0.4	0.4
재무건전성 (%)					
부채비율	197.0	220.1	198.6	176.9	156.5
Net debt/Equity	96.7	95.1	100.4	74.5	51.8
Net debt/EBITDA	977.0	681.7	356.9	260.7	193.2
유동비율	122.7	107.9	89.9	103.4	117.8
이자보상배율	n/a	n/a	117.2	n/a	n/a
이자비용/매출액	1.5	1.4	1.2	1.1	1.1
자산구조					
투하자본(%)	66.5	63.7	69.9	65.9	61.9
현금+투자자산(%)	33.5	36.3	30.1	34.1	38.1
자본구조					
차입금(%)	56.4	60.3	57.1	53.8	50.4
자기자본(%)	43.6	39.7	42.9	46.2	49.6

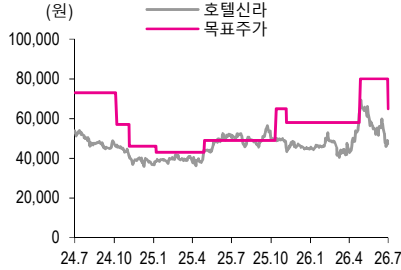
주) 재무제표는 연결기준으로 작성

현금흐름표

(단위:십억원)

결산기	2024	2025	2026E	2027E	2028E
영업현금	69	104	36	268	291
당기순이익	(62)	(173)	98	151	171
자산상각비	132	141	130	127	124
운전자본증감	(98)	106	(107)	(12)	(7)
매출채권감소(증가)	(38)	92	(47)	(12)	(6)
재고자산감소(증가)	29	98	(16)	(29)	(15)
매입채무증가(감소)	(93)	(39)	(30)	28	15
투자현금	(95)	(104)	(5)	(87)	(88)
단기투자자산감소	5	8	(2)	(3)	(3)
장기투자증권감소	(21)	8	(0)	(0)	(0)
설비투자	(74)	(54)	(51)	(56)	(57)
유무형자산감소	1	1	(12)	(16)	(16)
재무현금	(30)	(30)	(239)	(23)	(23)
차입금증가	21	8	(229)	(16)	(16)
자본증가	0	0	0	0	0
배당금지급	(8)	0	0	(7)	(7)
현금 증감	(41)	(32)	(205)	158	180
총현금흐름(Gross CF)	156	(7)	145	281	298
(-) 운전자본증가(감소)	95	(160)	109	12	7
(-) 설비투자	74	54	51	56	57
(+) 자산매각	1	1	(12)	(16)	(16)
Free Cash Flow	(11)	100	(26)	196	218
(-) 기타투자	21	(8)	0	0	0
잉여현금	(32)	108	(26)	196	218

호텔신라 - 주가 및 당사 목표주가 변경



최근 2년간 당사 투자이건 및 목표주가 변경

날짜	투자이건	적정가격(₩)	평균주가 괴리율(%)	최고(최저)주가 괴리율(%)
2022-05-19	담당자변경			
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	(19.9)	7.4
2026-04-27	Buy	80,000	(28.2)	(13.3)
2026-07-01	Buy	65,000		

투자이건(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
		산업	

최근 1년간 조사분석자료의 투자등급 비율 (2026년 06월 30일 기준)

Buy (96.6%)	Hold (3.4%)	Sell (0.0%)
-------------	-------------	-------------

Compliance Notice

- 당사는 보고서 제공시점 현재 상기 종목을 1% 이상 보유하고 있지 않으며, 동 보고서를 기관투자자 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 있으며 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.



<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