

지주/유통/상사

박종렬

02)6260-2466

jrpark@heungkuksec.co.kr

(008770)

호텔신라

BUY(유지)

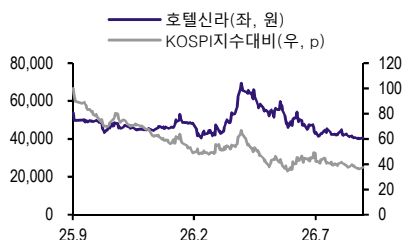
주가 반전의 계기 마련이 시급

목표주가	55,000원(하향)
현재주가(09/28)	40,400원
상승여력	36.1%
시가총액	1,586십억원
발행주식수	39,248천주
52주 최고가 / 최저가	69,400 / 40,100원
3개월 일평균거래대금	11십억원
외국인 지분율	19.2%
주요주주	
삼성생명보험 (외 9인)	17.7%
국민연금공단 (외 1인)	8.2%
자시주 (외 1인)	5.4%
주가수익률(%)	1개월 3개월 6개월 12개월
절대수익률	-6.0 -12.1 -14.9 -24.1
상대수익률(KOSPI)	-7.5 6.0 -41.5 -127.5

(단위: 십억원, 원, %, 배)

재무정보	2024	2025	2026E	2027E
매출액	3,948	4,068	4,003	4,128
영업이익	-5	14	198	241
EBITDA	127	154	328	368
지배주주순이익	-62	-173	82	122
EPS	-1,567	-4,404	2,199	3,288
순차입금	1,241	1,052	970	819
PER	n/a	n/a	18.4	12.3
PBR	1.1	1.6	1.5	1.3
EV/EBITDA	21.3	18.3	7.9	6.6
배당수익률	0.0	0.0	0.5	0.5
ROE	-6.5	-14.5	7.4	10.6
컨센서스 영업이익	-	-	198	0
컨센서스 EPS	-	-	2,600	0

주가추이



방한 외국인의 급증이라는 긍정적인 영업환경에도 불구하고, 면세점 매출 증가는 제한적인 수준임. 실적 개선과 함께 주주가치 증대를 위한 다방면의 노력이 병행돼야 본격적인 주가 재평가가 가능할 것이라 판단함.

3Q26 Preview: OP 635억원(+455% YoY), 호실적 전망

3분기 연결기준 매출액 9,798억원(-4.5% YoY), 영업이익 635억원(+455.1% YoY)으로 전분기에 이어 양호한 영업실적을 기록할 전망이다. 지난해 낮은 기저효과와 함께 호텔&레저 부문의 건조한 이익 창출과 면세점의 흑자 전환 때문임. 면세점의 경우 인천공항점 DF1 철수로 외형은 축소됐지만, 고정비 부담 완화와 수익성 중심의 경영 기조로 전분기에 이어 큰 폭의 흑자전환이 가능할 것임. 호텔&레저 부문은 방한 외국인 수요 증가에 따른 객단가(ADR)와 투숙률(OCC) 제고로 수익성 향상이 가능할 전망이다.

2026년: 면세점 실적 개선이 연결OP 증익에 기여할 것

2026년 연간 연결기준 매출액 4.0조원(-1.6% YoY), 영업이익 1,984억원(+1,368.0% YoY)으로 수정 전망이다. 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. 여전히 방한 외국인의 급증에 비해 면세점 매출액의 증가율이 낮은 것이 문제이나, 최근 들어 매출 회복세를 보이는 것은 긍정적으로 평가할 수 있음.

투자의견 BUY 유지, 목표주가 55,000원 하향

2026~2027년 수익예상 하향과 멀티플 조정에 따라 기존 목표주가를 하향 조정함. 목표주가 산출은 SOTP 방식이고, 영업가치 산정시 EV/EBITDA 7.3배(최근 5년간 평균 대비 62% 할인)를 적용함. 최근 주가 하락에도 불구하고, 12개월 Forward 기준 P/E, P/B는 각각 13.8배, 1.4배 수준으로 밸류에이션 매력은 높지 않음. 주가 재평가를 위해서는 전향적인 주주환원 확대와 함께 적극적인 기업가치 제고 노력이 수반돼야 할 것임.

표 1 호텔신라 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)

	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26	3Q26E	4Q26E	2025	2026E	2027E
매출액	972	1,025	1,026	1,045	1,054	972	980	997	4,068	4,003	4,128
면세점	827	850	850	855	885	773	794	797	3,382	3,248	3,355
호텔&레저	145	175	176	191	169	199	186	200	687	755	772
매출총이익	440	446	461	473	508	491	492	500	1,820	1,992	2,079
영업이익	-2	9	11	-4	20	61	64	53	14	198	241
면세점	-5	-11	-10	-21	12	36	38	34	-47	121	159
호텔&레저	3	20	22	16	8	25	25	19	61	77	83
세전이익	-4	2	-187	-41	12	39	40	30	-230	120	156
지배주주순이익	-6	-1	-149	-17	6	21	31	23	-173	82	122
수익성 (%)											
GPM	45.3	43.5	44.9	45.3	48.3	50.5	50.3	50.1	44.7	49.8	50.4
OPM	-0.3	0.8	1.1	-0.4	1.9	6.3	6.5	5.3	0.3	5.0	5.8
면세점	-0.6	-1.3	-1.2	-2.4	1.4	4.7	4.8	4.3	-1.4	3.7	4.7
호텔&레저	1.8	11.4	12.5	8.6	4.9	12.4	13.6	9.5	8.9	10.3	10.7
RPM	-0.4	0.2	-18.3	-3.9	1.1	4.0	4.1	3.0	-5.7	3.0	3.8
NPM	-0.6	-0.1	-14.5	-1.6	0.6	2.2	3.2	2.3	-4.2	2.0	3.0
성장성 (% YoY)											
매출액	-0.9	2.3	0.9	10.3	8.4	-5.2	-4.5	-4.6	3.1	-1.6	3.1
면세점	-0.4	2.1	0.6	10.5	7.0	-9.1	-6.6	-6.8	3.0	-4.0	3.3
호텔&레저	-3.6	3.2	2.7	9.3	16.7	13.7	5.8	5.2	3.1	10.0	2.3
영업이익	적전	-68.7	흑전	적지	흑전	605.4	455.1	흑전	흑전	1,368	21.6
면세점	적전	적전	적지	적지	흑전	흑전	흑전	흑전	적지	흑전	31.1
호텔&레저	-58.2	-3.2	1.1	2.6	220.0	23.7	15.9	15.7	-5.5	27.0	6.7
세전이익	적전	-94.5	적지	적지	흑전	1,656	흑전	흑전	적지	흑전	29.8
지배주주순이익	적지	적전	적지	적지	흑전	흑전	흑전	흑전	적지	흑전	49.5
주요 가정											
GDP성장률 (실질, YoY)	-0.3	0.6	1.9	1.6	3.8	3.7	2.6	2.9	1.2	3.3	3.1
민간소비 (YoY)	0.5	1.0	1.8	2.0	2.7	2.5	2.2	2.4	1.5	2.5	2.4
소비자물가상승률	2.1	2.1	2.0	2.4	2.1	3.0	2.9	2.6	2.2	2.7	2.3
원/달러환율 (평균)	1,453	1,401	1,387	1,452	1,467	1,502	1,340	1,355	1,423	1,416	1,358

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

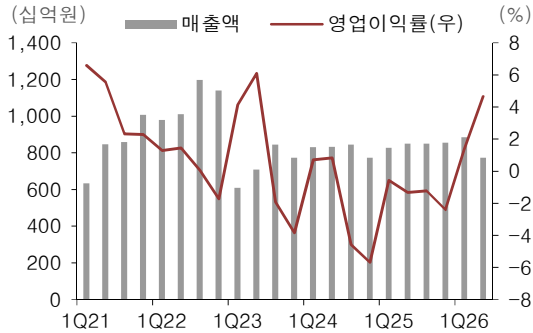
표 2 호텔신라 적정주가가치 산출 근거

(단위: 십억원, 천주, 원, %)

	2026E	2027E	12M Forward	비고
1. 사업가치	2,398	2,687	2,615	
EBITDA	328	368		
EV/EBITDA	7.3	7.3		최근 5년간 평균(19.2배)대비 62% 할인율 적용
2. 투자자산가치	397	405	403	
투자유가증권	0	0		순자산가액 대비 30% 할인 적용
기타투자자산 등	397	405		순자산가액 대비 30% 할인 적용
3. 기업가치 (=1+2)	2,794	3,092	3,017	
4. 순차입금	970	819	857	
5. 비지배주주지분	0	0	0	
6. 적정시가총액 (=3-4-5)	1,824	2,272	2,160	
발행주식수	39,248	39,248	39,248	
적정주가 (원)	46,471	57,896	55,040	
현재주가	40,400	40,400	40,400	
상승여력 (%)	15.0	43.3	36.2	

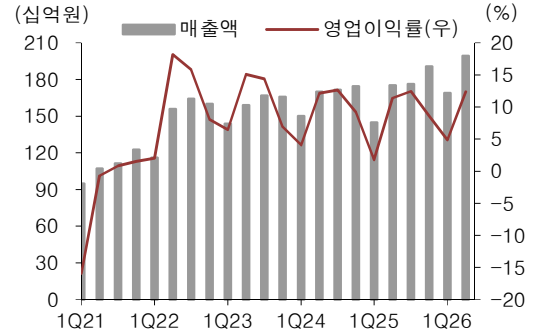
자료: 호텔신라, 흥국증권 리서치센터

그림 1 매출액 및 영업이익률 추이(TR 부문)



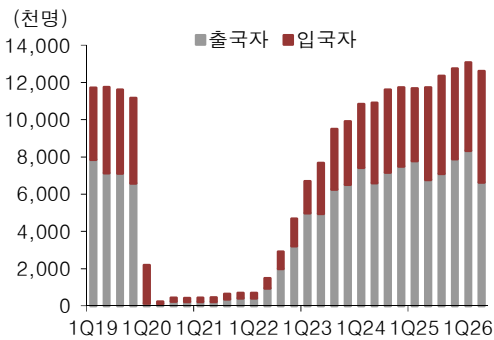
자료: 호텔신라, 흥국증권 리서치센터

그림 2 매출액 및 영업이익률 추이(호텔 및 레저 부문)



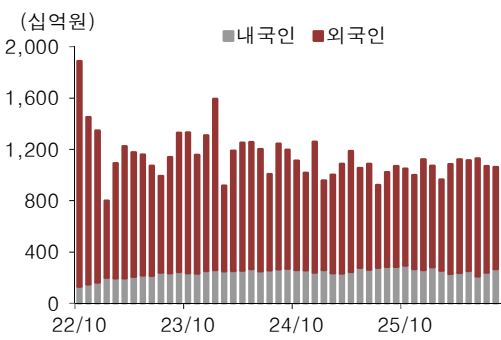
자료: 호텔신라, 흥국증권 리서치센터

그림 3 방한 외국인 확대 (7월 누계 1,056만명 21.3% YoY)



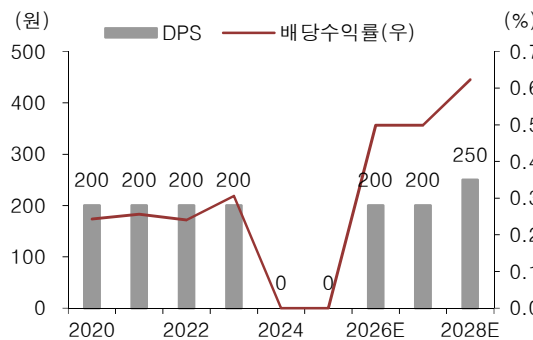
자료: 한국관광공사, 흥국증권 리서치센터

그림 4 면세점 월별 매출액 추이 (8월 누계 8.6조원 3.6% YoY)



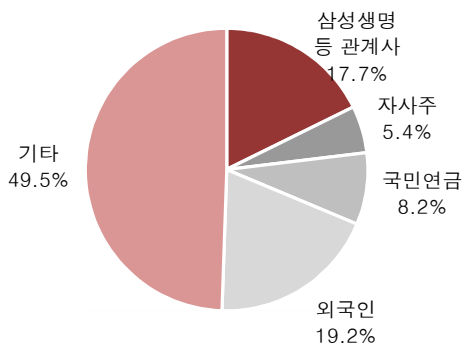
자료: 한국면세점협회, 흥국증권 리서치센터

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	4,003	4,128	4,292
증가율 (Y-Y,%)	10.6	3.1	(1.6)	3.1	4.0
영업이익	(5)	14	198	241	270
증가율 (Y-Y,%)	적전	흑전	1,368.1	21.6	12.1
EBITDA	127	154	328	368	394
영업외손익	(42)	(244)	(78)	(85)	(81)
순이자수익	(33)	7	(23)	(5)	(1)
외화관련손익	(2)	(4)	(2)	0	0
지분법손익	(36)	(10)	(60)	(80)	(80)
세전계속사업손익	(47)	(230)	120	156	190
당기순이익	(62)	(173)	82	122	148
지배기업당기순이익	(62)	(173)	82	122	148
증가율 (Y-Y,%)	적전	적지	흑전	49.5	21.3
3 Yr CAGR & Margins					
매출액증가율(3Yr)	1.5	(6.2)	3.9	1.5	1.8
영업이익증가율(3Yr)	n/a	(44.3)	29.6	n/a	171.5
EBITDA증가율(3Yr)	(19.8)	(9.0)	14.4	42.5	36.7
순이익증가율(3Yr)	n/a	n/a	(1.7)	n/a	n/a
영업이익률(%)	(0.1)	0.3	5.0	5.8	6.3
EBITDA마진(%)	3.2	3.8	8.2	8.9	9.2
순이익률 (%)	(1.6)	(4.2)	2.0	3.0	3.4
NOPLAT	(4)	10	134	188	211
(+) Dep	132	141	130	127	124
(-) 운전자본투자	95	(160)	(3)	11	8
(-) Capex	74	54	44	54	57
OpFCF	(40)	257	223	249	270

재무상태표

(단위:십억원)

결산기	2024	2025	2026E	2027E	2028E
유동자산	1,411	1,401	1,365	1,481	1,604
현금성자산	417	632	530	589	672
매출채권	336	215	210	225	235
재고자산	623	526	559	599	628
비유동자산	2,403	2,140	2,058	2,013	1,974
투자자산	844	599	567	578	590
유형자산	1,536	1,519	1,467	1,405	1,350
무형자산	23	22	24	30	34
자산총계	3,814	3,541	3,424	3,494	3,578
유동부채	1,150	1,298	1,374	1,387	1,388
매입채무	609	559	608	651	682
유동성이자부채	412	624	632	600	568
비유동부채	1,380	1,137	960	903	846
비유동이자부채	1,247	1,059	869	809	749
부채총계	2,530	2,435	2,335	2,290	2,234
자본금	200	200	200	200	200
자본잉여금	206	206	207	207	207
이익잉여금	223	55	137	251	392
자본조정	655	645	545	545	545
자기주식	(104)	(104)	(102)	(102)	(102)
자본총계	1,284	1,106	1,089	1,203	1,344
투하자본	2,503	2,157	2,059	2,023	1,988
순차입금	1,241	1,052	970	819	644
ROA	(1.8)	(4.7)	2.3	3.5	4.2
ROE	(6.5)	(14.5)	7.4	10.6	11.6
ROIC	(0.2)	0.4	6.4	9.2	10.5

주요투자지표

(단위:십억원, 원)

결산기	2024	2025	2026E	2027E	2028E
Per share Data					
EPS	(1,567)	(4,404)	2,199	3,288	3,988
BPS	32,108	27,655	27,221	30,086	33,600
DPS	0	0	200	200	250
Multiples(x,%)					
PER	n/a	n/a	18.4	12.3	10.1
PBR	1.1	1.6	1.5	1.3	1.2
EV/ EBITDA	21.3	18.3	7.9	6.6	5.7
배당수익율	0.0	0.0	0.5	0.5	0.6
PCR	9.4	n/a	7.5	4.9	4.6
PSR	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4
재무건전성 (%)					
부채비율	197.0	220.1	214.4	190.3	166.2
Net debt/Equity	96.7	95.1	89.1	68.1	48.0
Net debt/EBITDA	977.0	681.7	295.7	222.8	163.6
유동비율	122.7	107.9	99.4	106.7	115.6
이자보상배율	n/a	n/a	8.6	43.9	184.9
이자비용/매출액	1.5	1.4	1.3	1.2	1.1
자산구조					
투하자본(%)	66.5	63.7	65.2	63.4	61.2
현금+투자자산(%)	33.5	36.3	34.8	36.6	38.8
자본구조					
차입금(%)	56.4	60.3	58.0	53.9	49.5
자기자본(%)	43.6	39.7	42.0	46.1	50.5

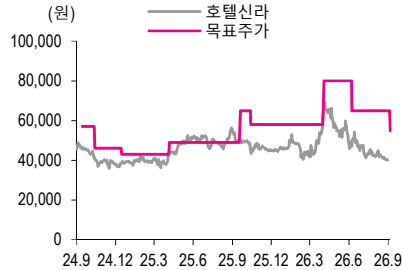
주) 재무제표는 연결기준으로 작성

현금흐름표

(단위:십억원)

결산기	2024	2025	2026E	2027E	2028E
영업현금	69	104	215	320	346
당기순이익	(62)	(173)	82	122	148
자산상각비	132	141	130	127	124
운전자본증감	(98)	106	2	(11)	(8)
매출채권감소(증가)	(38)	92	(19)	(15)	(11)
재고자산감소(증가)	29	98	(24)	(40)	(28)
매입채무증가(감소)	(93)	(39)	25	43	31
투자현금	(95)	(104)	154	(162)	(165)
단기투자자산감소	5	8	0	(0)	(0)
장기투자증권감소	(21)	8	(60)	(80)	(80)
설비투자	(74)	(54)	(44)	(54)	(57)
유무형자산감소	1	1	7	(16)	(16)
재무현금	(30)	(30)	(212)	(99)	(99)
차입금증가	21	8	(194)	(92)	(92)
자본증가	0	0	0	0	0
배당금지급	(8)	0	0	(7)	(7)
현금 증감	(41)	(32)	161	59	83
총현금흐름(Gross CF)	156	(7)	215	331	354
(-) 운전자본증가(감소)	95	(160)	(3)	11	8
(-) 설비투자	74	54	44	54	57
(+) 자산매각	1	1	7	(16)	(16)
Free Cash Flow	(11)	100	181	250	274
(-) 기타투자	21	(8)	60	80	80
잉여현금	(32)	108	121	170	194

호텔신라 - 주가 및 당사 목표주가 변경



최근 2년간 당사 투자 의견 및 목표주가 변경

날짜	투자 의견	적정가(₩)	평균주가 괴리율(%)	최고(최저)주가 괴리율(%)
2022-05-19	담당자 변경			
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	(31.8)	(16.6)
2026-09-29	Buy	55,000		

투자 의견 (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 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 중간사로 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.

흥국씨앳체

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