

호텔신라  
(008770)

유정현

junghyun.yu@daishin.com

투자의견

Marketperform

시장수익률, 하향

6개월 목표주가

42,000

하향

현재주가

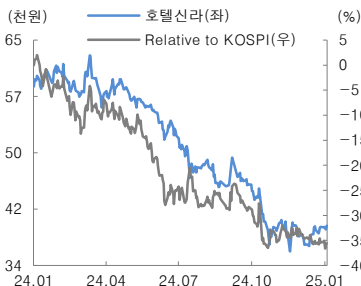
39,450

(25.01.24)

유통업종

KOSPI	2536.8
시가총액	1,571십억원
시가총액비중	0.07%
자본금(보통주)	196십억원
52주 최고/최저	62,900원 / 35,900원
120일 평균거래대금	54억원
외국인지분율	13.41%
주요주주	삼성생명보험 외 5 인 17.34%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	3.1	-9.7	-21.7	-33.6
상대수익률	-0.8	-8.2	-14.9	-35.3

도매 비중 축소에도 공항 적자  
확대로 부진

- TR 부문 도매 비중 축소에도 국내외 공항 적자 확대로 손익 부진 지속
- 호텔&레저 부문 안정적 실적 기록
- 글로벌 관광객 면세 구매액 회복에 다소 시간 걸릴 듯

목표주가 42,000원으로 28% 하향, 투자의견도 Marketperform으로 하향

목표주가를 42,000원(25년 EV/EBITDA 17배)으로 28% 하향하며 투자의견을 Marketperform으로 하향. 목표 EV/EBITDA 17배는 현재 면세점 산업의 부진한 상황을 고려하여 면세점 산업 정상화 구간의 EV/EBITDA 21배를 20% 할인하여 산출

TR 부문 수익성이 의미 있게 회복되기는 당분간 쉽지 않을 것으로 보임. 이는 방한 외국인 수 회복 불구, 면세점 이용 회복율이 여전히 부진하기 때문임. 다만 롯데가 최근 타이공과의 거래를 전면 중단하겠다고 나선 점은 매우 긍정적이며 국내 면세점 업황이 저점을 지나고 있다는 것으로 해석 가능. 공항 임차료가 커버되는 정도로 수요가 회복되는 시점이 매수 시점이 될 것으로 판단됨

## 4Q24 Review: 시내점 도매 비중 축소에도 공항 적자 확대로 부진

매출액과 영업이익은 각각 9,478억원(+1%, yoy), -279억원(적화, yoy) 기록

[TR] 매출액 증가율 yoy +0.2% 기록. 4분기 국내 시내점 매출액은 yoy 16% 감소. 그러나 인천공항 매출은 영업면적 확대로 yoy 16% 증가하며 TR 전체 매출은 전년 수준 기록. 시내점 매출이 크게 감소한 이유는 저마진 도매를 의도적으로 축소하였기 때문. TR 부문 영업이익은 -439억원으로 전년동기의 -297억원 대비 적자 확대. 이는 인천공항 및 해외 공항 영업 적자가 지속되는 가운데 홍콩 공항 인센티브(약 140억원)가 반영되었기 때문. 시내점은 국내 할인율 개선을 통해 BEP 정도로 수익성이 개선된 것으로 파악되며 공항점은 국내외 해외 모두 임차료가 전분기 대비 약 10% 증가하였지만 소매 고객 증가로 인해 실질 영업이익이 개선된 것으로 판단

[호텔&레저] 매출액 yoy 5% 증가, 영업이익 yoy 40% 증가. 해외 여행 증가 불구 견조한 국내 호텔 수요로 영업이익 증가

(단위: 십억원, %)

구분	4Q23	3Q24	직전추정	잠정치	4Q24			1Q25		
					YoY	QoQ	Consensus	당사추정	YoY	QoQ
매출액	938	1,016	1,048	948	1.1	-6.7	1,013	1,133	15.5	19.5
영업이익	-18	-17	17	-28	적지	적지	-14	-11	적전	적지
순이익	-36	-23	12	-65	적지	적지	-8	-12	적지	적지

자료: 호텔신라, FnGuide, 대신증권 Research Center

## 영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원, 원, %)

	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
매출액	4,922	3,568	3,948	4,558	4,803
영업이익	78	91	-5	57	80
세전순이익	-60	107	-47	43	53
총당기순이익	-50	86	-62	35	42
지배지분순이익	-50	86	-62	35	42
EPS	-1,254	2,149	-1,552	865	1,060
PER	NA	30.4	NA	44.1	36.0
BPS	13,494	15,212	13,836	15,326	18,008
PBR	6.2	4.3	2.9	2.6	2.2
ROE	-9.0	15.0	-10.7	5.9	6.4

주: EPS와 BPS, ROE는 지배지분 기준으로 산출, 자료: 호텔신라, 대신증권 Research Center

연간 실적 추정 변경

(단위: 십억원, 원, %, %p)

	수정전		수정후		변동률	
	2024F	2025F	2024F	2025F	2024F	2025F
매출액	4,048	4,649	3,948	4,558	-2.5	-2.0
영업이익	40	77	-5	57	적자조정	-35.1
지배지분순이익	18	45	-62	35	적자조정	-28.1
영업이익률	1.0	1.7	-0.1	1.3		
순이익률	0.5	1.0	-1.6	0.8		

자료: 호텔신라, 대신증권 Research Center

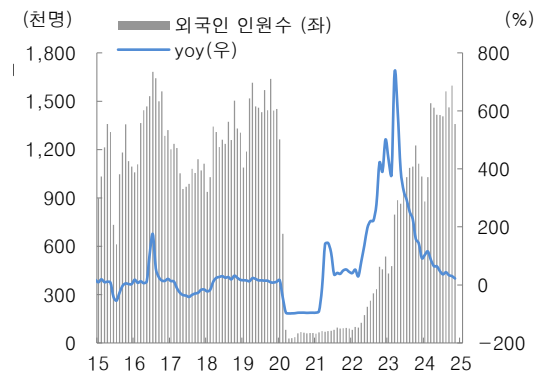
표 1. 호텔신라 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원, %)

	2023				2024F				2023	2024F	2025F
	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q			
매출액	752	867	1,012	938	980	1,003	1,016	948	3,568	3,948	4,558
TR	609	708	845	772	831	833	845	774	2,934	3,282	3,845
호텔& 레저	144	159	167	166	150	170	171	174	635	666	713
영업이익	35	67	8	-18	12	28	-17	-28	91	-5	57
TR	25	43	-16	-30	6	7	-39	-52	22	-78	-22
호텔& 레저	9	24	24	11	6	21	22	24	69	73	79
영업이익률	4.6	7.8	0.8	-1.9	1.2	2.8	-1.7	-2.9	2.6	-0.1	1.3
TR	4.1	6.1	-1.9	-3.8	0.7	0.8	-4.6	-6.7	0.8	-2.4	-0.6
호텔& 레저	6.5	15.1	14.4	6.9	4.1	12.1	12.7	13.8	10.8	10.9	11.1
yoY											
매출액	-31.3	-25.6	-25.7	-27.9	30.3	15.7	0.4	1.1	-27.5	10.6	15.5
TR	-37.8	-29.9	-29.4	-32.3	36.5	17.6	0.0	0.2	-32.2	11.9	17.2
호텔& 레저	23.9	1.9	1.6	3.6	4.5	6.9	2.8	5.3	-32.2	11.9	17.2
영업이익	128.0	55.6	-70.9	174.4	-65.0	-58.9	적전	적확	16.4	적전	흑전

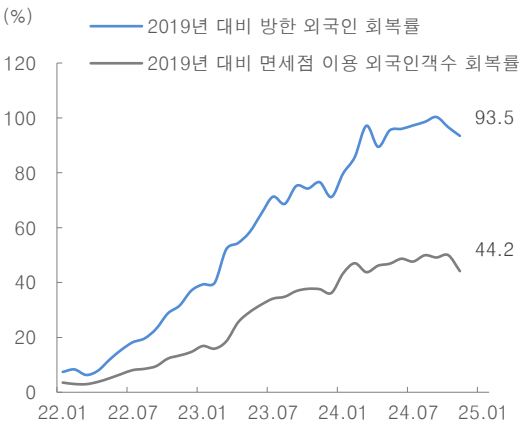
주: K-IFRS 연결기준  
자료: 호텔신라, 대신증권 Research Center

그림 1. 면세점 방문 외국인수



자료: 면세점협회, 대신증권 Research Center

그림 2. 외국인 입국자수 & 면세점 이용객수 회복률 (2019년 대비)



자료: 면세점협회, 대신증권 Research Center

1. 기업개요

기업 및 경영진 현황

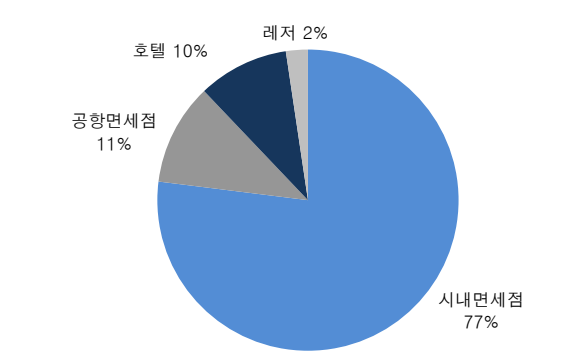
- 동사는 국내 면세점 시장에서 2위의 점유율을 차지하고 있는 사업자로써 서울, 제주 시내 면세점 및 인천국제공항 면세점 등 국내 뿐 아니라 싱가포르, 홍콩, 마카오 등 해외에서도 사업을 영위하고 있음
- 서울신라호텔, 제주신라호텔 운영을 통한 호텔 사업도 영위 중
- 자산 3조 65억원, 부채 2조 3,980억원, 자본 6,085억원
- 발행주식 수: 40,000,000주 (자기주식수: 2,146,407주)

주가 변동요인

- 달러 대비 위안화 환율, 중국 소비자 심리 지수
- 중국 단체관광객수 회복 여부

주: 자산 규모는 2023년 12월 말 기준, 보통주 기준  
자료: 호텔신라, 대신증권 Research Center

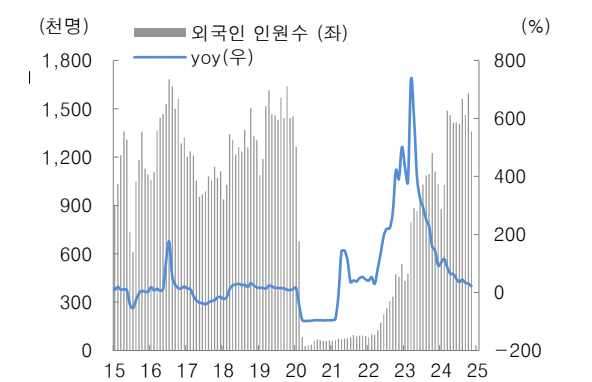
매출 비중 추이



주: 2023년 말 기준  
자료: 호텔신라, 대신증권 Research Center

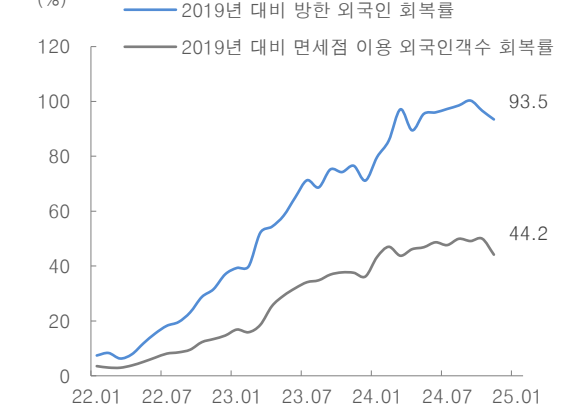
2. Earnings Driver

면세점 방문 외국인수



자료: 면세점협회, 대신증권 Research Center

외국인 입국자수 & 면세점 이용객수 회복률 (2019년 대비)



자료: 면세점협회, 대신증권 Research Center

재무제표

포괄손익계산서

(단위: 십억원)

	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
매출액	4,922	3,568	3,948	4,558	4,803
매출원가	2,161	2,150	2,364	2,837	2,988
매출총이익	2,761	1,419	1,584	1,721	1,814
판매비와관리비	2,683	1,327	1,589	1,664	1,734
영업이익	78	91	-5	57	80
영업이익률	1.6	2.6	-0.1	1.3	1.7
EBITDA	205	219	82	137	155
영업외손익	-138	16	-42	-14	-27
관계기업손익	0	0	-25	0	0
금융수익	13	42	42	40	40
외환관련이익	30	31	26	26	26
금융비용	-120	-52	-51	-47	-50
외환관련손실	0	0	0	0	0
기타	-31	25	-8	-7	-17
법인세비용차감전순손익	-60	107	-47	43	53
법인세비용	9	-21	-15	-9	-11
계속사업순손익	-50	86	-62	35	42
중단사업순손익	0	0	0	0	0
당기순이익	-50	86	-62	35	42
당기순이익률	-1.0	2.4	-1.6	0.8	0.9
비배지분순이익	0	0	0	0	0
지배지분순이익	-50	86	-62	35	42
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	2	-1	0	0	0
포괄순이익	-29	76	-58	33	43
비배지분포괄이익	0	0	0	0	0
지배지분포괄이익	-29	76	-58	33	43

Valuation 지표

(단위: 원, 배, %)

	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
EPS	-1,254	2,149	-1,552	865	1,060
PER	NA	30.4	NA	44.1	36.0
BPS	13,494	15,212	13,836	15,326	18,008
PBR	6.2	4.3	2.9	2.6	2.2
EBITDAPS	5,117	5,472	2,049	3,433	3,872
EV/EBITDA	21.2	17.2	33.7	20.1	17.3
SPS	123,050	89,212	98,689	113,951	120,070
PSR	0.7	0.7	0.4	0.3	0.3
CFPS	5,146	5,323	754	2,659	2,848
DPS	200	200	200	200	200

재무비율

(단위: 원, 배, %)

	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
성장성					
매출액 증가율	30.2	-27.5	10.6	15.5	5.4
영업이익 증가율	-34.1	16.4	적전	흑전	40.4
순이익 증가율	적전	흑전	적전	흑전	22.5
수익성					
ROIC	6.4	7.4	-0.7	4.7	6.5
ROA	2.8	3.1	-0.2	2.0	2.7
ROE	-9.0	15.0	-10.7	5.9	6.4
안정성					
부채비율	444.4	394.1	421.6	374.0	311.1
순차입금비율	192.3	189.4	214.7	194.5	154.9
이자보상배율	1.8	1.8	-0.1	1.2	1.6

자료: 호텔신라, 대신증권 Research Center

재무상태표

(단위: 십억원)

	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
유동자산	1,479	1,380	1,261	1,273	1,314
현금및현금성자산	534	412	280	186	189
매출채권 및 기타채권	249	269	211	205	196
재고자산	555	630	697	805	848
기타유동자산	140	70	73	77	82
비유동자산	1,460	1,626	1,625	1,633	1,647
유형자산	592	573	547	526	509
관계기업투자금	33	35	36	37	38
기타비유동자산	834	1,018	1,042	1,070	1,100
자산총계	2,939	3,007	2,887	2,906	2,962
유동부채	1,306	1,188	1,173	1,232	1,279
매입채무 및 기타채무	590	677	706	752	771
차입금	200	150	100	115	165
유동상채무	260	190	210	220	210
기타유동부채	256	172	157	144	133
비유동부채	1,093	1,210	1,160	1,061	962
차입금	639	749	748	647	546
전환증권	0	0	0	0	0
기타비유동부채	454	461	412	414	416
부채총계	2,399	2,398	2,333	2,293	2,241
자배지분	540	608	553	613	720
자본금	200	200	200	200	200
자본잉여금	197	197	197	197	197
이익잉여금	242	304	235	262	297
기타지분변동	-99	-92	-78	-45	27
비배지분	0	0	0	0	0
자본총계	540	608	553	613	720
순차입금	1,038	1,152	1,188	1,192	1,116

현금흐름표

(단위: 십억원)

	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
영업활동 현금흐름	220	243	2	13	56
당기순이익	-50	86	-62	35	42
비현금항목의 가감	256	127	92	72	72
감가상각비	126	128	87	80	74
외환손익	-4	-3	10	5	5
지분법평가손익	0	0	0	0	0
기타	133	3	-5	-13	-8
자산부채의 증감	13	12	9	-64	-24
기타현금흐름	2	18	-37	-29	-34
투자활동 현금흐름	-81	-231	-116	-116	-117
투자자산	-29	-126	-4	-4	-4
유형자산	-54	-53	-53	-53	-53
기타	2	-52	-58	-59	-59
재무활동 현금흐름	146	-138	-158	-203	-188
단기차입금	195	-50	-50	15	50
사채	349	299	-1	-101	-101
장기차입금	0	0	0	0	0
유상증자	0	0	0	0	0
현금배당	-8	-8	-8	-8	-8
기타	-391	-380	-99	-110	-130
현금의 증감	291	-122	-132	-94	3
기초 현금	243	534	412	280	186
기말 현금	534	412	280	186	189
NOPLAT	66	73	-7	46	64
FCF	138	146	26	71	84

[Compliance Notice]

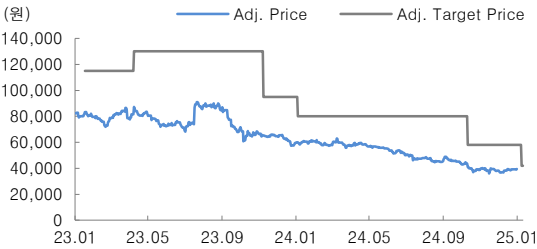
금융투자업규정 4-20조 1항5호사목에 따라 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없으며, 당사의 금융투자분석사는 자료작성일 현재 본 자료에 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 당사의 금융투자분석사는 본 자료의 작성과 관련하여 외부 부당한 압력이나 간섭을 받지 않고 본인의 의견을 정확하게 반영하였습니다.

(담당자:유정현)

본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 Research Center의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 동 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.

[투자의견 및 목표주가 변경 내용]

호텔신라(008770) 투자의견 및 목표주가 변경 내용



제시일자	25,01,31	24,11,20	24,11,16	24,11,04	24,07,29	24,05,06
투자의견	Marketperform	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	42,000	58,000	58,000	58,000	80,000	80,000
과리율(평균%)		(33.09)	(32.67)	(32.76)	(42.03)	(28.44)
과리율(최대/최소%)		(29.22)	(29.22)	(29.22)	(37.00)	(21.38)
제시일자	24,05,02	24,04,08	24,01,28	23,12,02	23,11,02	23,09,01
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	6개월 경과	Buy
목표주가	80,000	80,000	80,000	95,000	130,000	130,000
과리율(평균%)	(26.03)	(25.98)	(25.41)	(33.83)	(48.89)	(39.81)
과리율(최대/최소%)	(21.38)	(21.38)	(21.38)	(30.53)	(47.08)	(30.00)
제시일자	23,07,31	23,05,11	23,05,02	23,04,27	23,02,17	23,02,10
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	130,000	130,000	130,000	115,000	115,000	115,000
과리율(평균%)	(39.79)	(41.29)	(36.14)	(30.68)	(30.70)	(29.59)
과리율(최대/최소%)	(30.00)	(34.00)	(34.00)	(24.78)	(24.78)	(29.04)
제시일자						
투자의견						
목표주가						
과리율(평균%)						
과리율(최대/최소%)						

투자의견 비율공시 및 투자등급관련사항(기준일자:20250128)

구분	Buy(매수)	Marketperform(중립)	Underperform(매도)
비율	92.6%	7.4%	0.0%

산업 투자의견

- Overweight(비중확대)  
: 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 초과 상승 예상
- Neutral(중립)  
: 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률과 유사한 수준 예상
- Underweight(비중축소)  
: 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 하회 예상

기업 투자의견

- Buy(매수)  
: 향후 6개월간 시장수익률 대비 10%p 이상 추가 상승 예상
- Marketperform(시장수익률)  
: 향후 6개월간 시장수익률 대비 -10%p~10%p 추가 변동 예상
- Underperform(시장수익률 하회)  
: 향후 6개월간 시장수익률 대비 10%p 이상 추가 하락 예상