

호텔신라 (008770)

유정현

jungghyun.yu@daishin.com

투자의견

BUY

매수, 유지

6개월 목표주가

60,000

상향

현재주가

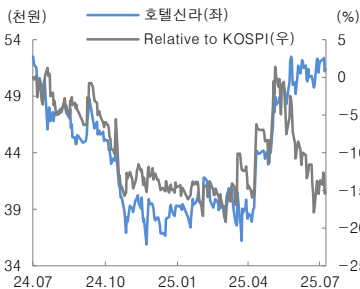
51,400

(25.07.25)

유통업종

KOSPI	3196.05
시가총액	2,055십억원
시가총액비중	0.09%
자본금(보통주)	196십억원
52주 최고/최저	52,500원 / 35,900원
120일 평균거래대금	88억원
외국인지분율	12.91%
주요주주	삼성생명보험 외 5 인 17.34% 국민연금공단 7.02%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-1.5	31.5	30.3	2.8
상대수익률	-4.2	4.7	3.4	-12.8



Result comment

면세점 업황 개선 속도 더디더라도 방향은 제대로

- 시내 면세점 환율 상승과 할인 증가로 마진 하락하며 실적 부진
- 2분기부터 객단가와 객수 증가
- 면세점 업황 개선 속도 더디더라도 방향은 제대로

투자의견 BUY 유지, 목표주가 60,000원으로 20% 상향

투자의견 BUY 유지하며, 목표주가를 60,000원(25년 EV/EBITDA 15배)으로 20% 상향. 목표주가 상향은 실적 반영 시점 변경에 따른 것. 목표 EV/EBITDA 15배는 면세점 호황기 EV/EBITDA 17~21배의 하단 17배의 90% 값으로 업황이 저점을 통과하고 있는 점을 고려하여 산출한 값

시내점 수익성이 다소 아쉽지만 객수뿐 아니라 객단가가 상승하고 있는 점은 실적 개선에 긍정적. 인바운드 관광객 수가 유의미하게 증가하고 있고, 3분기 중 중국 단체 무비자 시행으로 면세점 시장 회복력에 대한 기대감 유효. 특히 환율 상승세가 다소 진정되고 있어 TR 부문 마진 회복세 다시 이어질 전망

2Q25 Review: 시내점 원가율 상승으로 예상 보다 부진

매출액과 영업이익은 각각 1조 254억원(+2%, yoy), 87억원(-69%, yoy) 기록

[TR] 매출액 증가율 yoy +2% 기록. 국내 시내점 매출액은 yoy 3% 감소. 시내 점은 1분기까지 yoy 20%대 감소를 보이다가 객수 및 객단가 회복으로 2분기에 감소폭이 3%까지 개선됨. 공항점은 인천공항 매출은 영업면적 확대와 객단가 상승으로 yoy 9% 증가. TR 부문 영업이익은 전분기 대비 적자 확대. 이는 환율 상승으로 시내점 할인 증가, 재고 처분에 따른 원가율 상승 때문. 이에 따라 시내점 영업이익률이 1분기 HSD%에서 2분기 LSD%로 하락. 시내점 매출액 고려 시 시내점 영업이익은 대략 1분기 200억원 이상, 2분기 약 100억원 내외로 추정되며 공항점 임차료는 1, 2분기 각각 약 250억원, 200억원 수준으로 추정. 객수가 증가했지만 공항 임차료가 줄어든 것은 홍콩 공항 임차료를 올해 2분기부터 한시적으로 10% 감면을 받았기 때문

[호텔&레저] 매출액 yoy 3% 증가, 영업이익 yoy 3% 감소. 성수기 돌입하며 예상수준의 영업이익 기록

(단위: 십억원, %)

구분	2024	1Q25	직전추정	잠정치	2025			3Q25		
					YoY	QoQ	Consensus	당사추정	YoY	QoQ
매출액	1,003	972	1,039	1,025	2.3	5.5	1,038	1,116	9.8	8.8
영업이익	28	-2	16	9	-68.5	흑전	16	12	흑전	42.9
순이익	27	-6	3	-1	적전	적지	9	-3	적지	적지

자료: 호텔신라, FnGuide, 대신증권 Research Center

영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원, 원, %)

	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	3,568	3,948	4,131	4,483	4,792
영업이익	91	-5	55	133	170
세전순이익	107	-47	18	80	172
총당기순이익	86	-62	15	64	137
지배지분순이익	86	-62	15	64	137
EPS	2,149	-1,538	370	1,602	3,434
PER	30.4	NA	131.2	30.3	14.1
BPS	15,212	32,108	32,667	34,461	38,088
PBR	4.3	1.1	1.6	1.5	1.3
ROE	15.0	-6.5	1.1	4.8	9.5

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

연간 실적 추정 변경

(단위: 십억원, 원, %, %p)

	수정전		수정후		변동률	
	2025F	2026F	2025F	2026F	2025F	2026F
매출액	4,124	4,449	4,131	4,483	0.2	0.8
영업이익	60	116	55	133	-7.6	14.6
지배지분순이익	18	56	15	64	-19.8	11.9
영업이익률	1.5	2.6	1.3	3.0		
순이익률	0.4	1.3	0.4	1.4		

자료: 호텔신라, 대신증권 Research Center

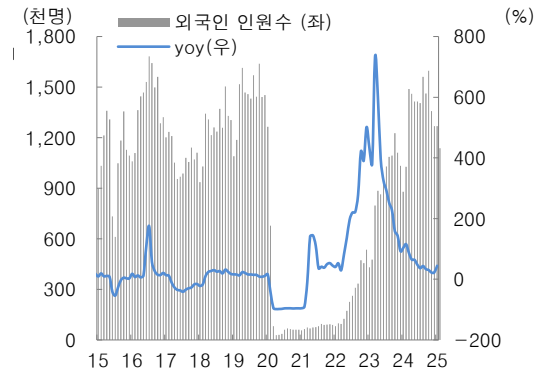
표 1. 호텔신라 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원, %)

	2024				2025F				2024	2025F	2026F
	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q			
매출액	980	1,003	1,016	948	972	1,025	1,116	1,017	3,948	4,131	4,483
TR	831	833	845	774	827	850	936	833	3,282	3,447	3,761
호텔& 레저	150	170	171	174	145	175	180	184	666	684	722
영업이익	12	28	-17	-28	-3	9	12	37	-5	55	133
TR	6	7	-39	-52	-5	-11	-8	20	-78	-4	55
호텔& 레저	6	21	22	24	3	20	20	17	73	60	78
영업이익률	1.2	2.8	-1.7	-2.9	-0.3	0.8	1.1	3.6	-0.1	1.3	3.0
TR	0.7	0.8	-4.6	-6.7	-0.6	-1.3	-0.8	2.4	-2.4	-0.1	1.5
호텔& 레저	4.1	12.1	12.7	13.8	1.7	11.4	11.1	9.2	10.9	8.7	10.8
yoy											
매출액	30.3	15.7	0.4	1.1	-0.8	2.3	9.8	7.4	10.6	4.7	8.5
TR	36.5	17.6	0.0	0.2	-0.4	2.1	10.8	7.7	11.9	5.0	9.1
호텔& 레저	4.5	6.9	2.8	5.3	-3.5	3.2	5.1	5.7	11.9	5.0	9.1
영업이익	-65.0	-58.9	적전	적확	적전	-68.5	흑전	흑전	적전	흑전	140.6

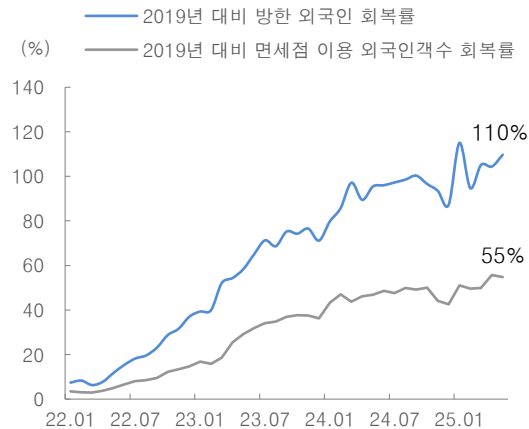
주: K-IFRS 연결기준
자료: 호텔신라, 대신증권 Research Center

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

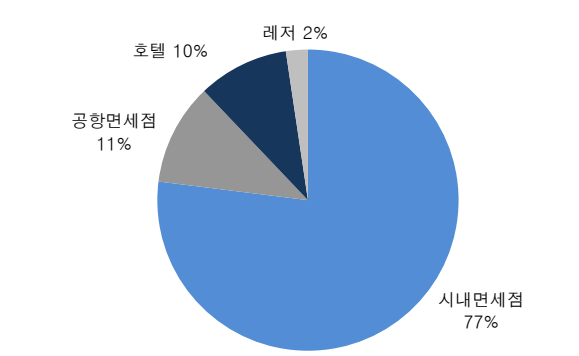
- 당사는 국내 면세점 시장에서 2위의 점유율을 차지하고 있는 사업자로서 서울, 제주 시내 면세점 및 인천국제공항 면세점 등 국내 뿐 아니라 싱가포르, 홍콩, 마카오 등 해외에서도 사업을 영위하고 있음
- 서울신라호텔, 제주신라호텔 운영을 통한 호텔 사업도 영위 중
- 자산 3조 8,138억원, 부채 2조 5,296억원, 자본 1조 2,843억원
- 발행주식 수: 40,000,000주 (자기주식수: 2,146,407주)

주가 변동요인

- 달러 대비 위안화 환율, 중국 소비자 심리 지수
- 중국 소비 개선

주: 자산 규모는 2024년 12월 말 기준, 보통주 기준
자료: 호텔신라, 대신증권 Research Center

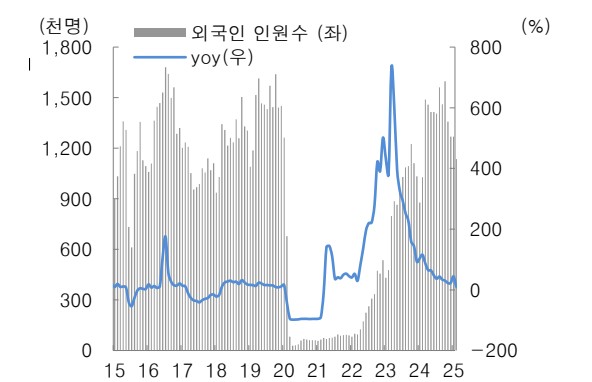
매출 비중 추이



주: 2024년 말 기준
자료: 호텔신라, 대신증권 Research Center

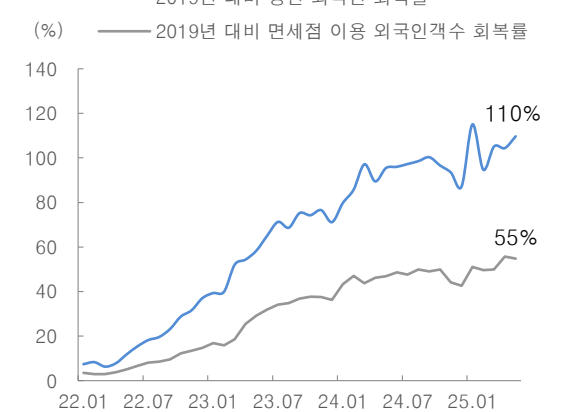
2. Earnings Driver

면세점 방문 외국인수



자료: 면세점협회, 대신증권 Research Center

외국인 입국자수 & 면세점 이용객수 회복률 (2019년 대비)



자료: 면세점협회, 대신증권 Research Center

재무제표

포괄손익계산서	(단위: 십억원)				
	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	3,568	3,948	4,131	4,483	4,792
매출원가	2,150	2,260	2,001	2,842	3,033
매출총이익	1,419	1,687	2,129	1,641	1,759
판매비와관리비	1,327	1,692	2,074	1,508	1,589
영업이익	91	-5	55	133	170
영업이익률	26	-0.1	1.3	3.0	3.5
EBITDA	219	127	150	224	256
영업외손익	16	-42	-37	-53	2
관계기업손익	0	0	0	0	0
금융수익	42	27	28	28	30
외환관련이익	31	39	21	21	21
금융비용	-52	-62	-50	-56	-2
외환관련손실	0	0	0	0	0
기타	25	-7	-15	-25	-25
법인세비용차감전순이익	107	-47	18	80	172
법인세비용	-21	-14	-4	-16	-34
계속사업순이익	86	-62	15	64	137
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	86	-62	15	64	137
당기순이익률	2.4	-1.6	0.4	1.4	2.9
비지배지분순이익	0	0	0	0	0
지배지분순이익	86	-62	15	64	137
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	-1	74	74	74	74
포괄순이익	76	674	750	799	873
비지배지분포괄이익	0	0	0	0	0
지배지분포괄이익	76	674	750	799	873

Valuation 지표	(단위: 원, 배, %)				
	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
EPS	2,149	-1,538	370	1,602	3,434
PBR	30.4	NA	131.2	30.3	14.1
BPS	15,212	32,108	32,667	34,461	38,088
PBR	4.3	1.1	1.6	1.5	1.3
EBITDAPS	5,472	3,177	3,756	5,588	6,410
EV/EBITDA	17.2	21.3	21.5	14.3	12.0
SPS	89,212	98,689	103,268	112,084	119,788
PSR	0.7	0.4	0.5	0.5	0.4
CFPS	5,323	3,912	4,815	6,397	7,219
DPS	200	0	0	0	0

재무비율	(단위: 원, 배, %)				
	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
성장성					
매출액 증가율	-27.5	10.6	4.6	8.5	6.9
영업이익 증가율	16.4	적전	흑전	140.5	27.3
순이익 증가율	흑전	적전	흑전	333.4	114.3
수익성					
ROIC	7.4	-0.5	2.3	5.5	6.8
ROA	3.1	-0.2	1.5	3.5	4.4
ROE	15.0	-6.5	1.1	4.8	9.5
안정성					
부채비율	394.1	197.0	190.5	179.9	156.6
순차입금비율	189.4	96.7	90.0	82.0	66.4
이자보상배율	1.8	-0.1	1.2	2.5	0.0

자료: 호텔신라, 대신증권 Research Center

재무상태표	(단위: 십억원)				
	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
유동자산	1,380	1,411	1,440	1,543	1,628
현금및현금성자산	412	370	399	434	458
매출채권 및 기타채권	270	336	294	300	306
재고자산	630	623	652	707	756
기타유동자산	69	82	95	101	108
비유동자산	1,626	2,403	2,356	2,316	2,282
유형자산	573	1,536	1,521	1,508	1,499
관계기업투자금	35	22	43	64	85
기타비유동자산	1,018	846	792	743	698
자산총계	3,007	3,814	3,796	3,858	3,910
유동부채	1,188	1,150	1,102	1,093	983
매입채무 및 기타채무	677	609	619	637	653
차입금	150	11	61	51	41
유동상채무	190	320	220	210	100
기타유동부채	172	210	202	195	189
비유동부채	1,210	1,380	1,388	1,387	1,403
차입금	749	729	761	792	823
전환증권	0	125	125	125	125
기타비유동부채	461	525	502	470	454
부채총계	2,398	2,530	2,489	2,480	2,386
자배지분	608	1,284	1,307	1,378	1,524
자본금	200	200	200	200	200
자본잉여금	197	206	206	206	206
이익잉여금	304	223	238	302	440
기타지분변동	-92	655	662	670	678
비자배지분	0	0	0	0	0
자본총계	608	1,284	1,307	1,378	1,524
순차입금	1,152	1,241	1,176	1,131	1,011

현금흐름표	(단위: 십억원)				
	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
영업활동 현금흐름	243	69	197	176	251
당기순이익	86	-62	15	64	137
비현금항목의 가감	127	218	178	192	151
감가상각비	128	132	95	90	87
외환손익	-3	-10	12	12	12
지분법평가손익	0	0	0	0	0
기타	3	96	71	89	53
자산부채의 증감	12	-98	27	-38	-33
기타현금흐름	18	11	-23	-41	-4
투자활동 현금흐름	-231	-95	-92	-86	-87
투자자산	-126	-27	-5	-6	-7
유형자산	-53	-74	-74	-74	-74
기타	-52	6	-13	-6	-7
재무활동 현금흐름	-138	-30	-142	-112	-212
단기차입금	-50	-140	50	-10	-10
사채	299	431	31	31	31
장기차입금	0	0	0	0	0
유상증자	0	0	0	0	0
현금배당	-8	-8	0	0	0
기타	-380	-314	-223	-134	-234
현금의 증감	-122	-41	29	35	24
기초 현금	534	412	370	399	434
기말 현금	412	370	399	434	458
NOPLAT	73	-7	44	107	136
FCF	146	52	65	123	149

[Compliance Notice]

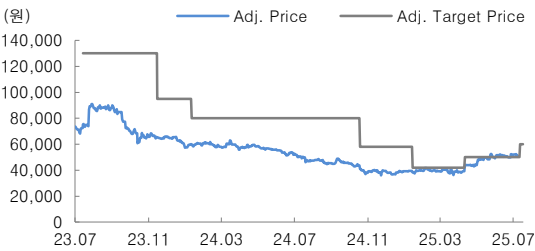
금융투자업규정 4-20조 1항5호사목에 따라 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없으며, 당사의 금융투자분석사는 자료작성일 현재 본 자료에 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 당사의 금융투자분석사는 본 자료의 작성과 관련하여 외부 부당한 압력이나 간섭을 받지 않고 본인의 의견을 정확하게 반영하였습니다.

(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	25.07.28	25.04.28	25.01.31	24.11.20	24.11.16	24.11.04
투자의견	Buy	Buy	Marketperform	Buy	Buy	Buy
목표주가	60,000	50,000	42,000	58,000	58,000	58,000
과리율(평균.%)		(1.54)	(6.06)	(33.09)	(32.68)	(32.76)
과리율(최대/최소.%)		5.00	5.00	(29.22)	(29.22)	(29.22)
제시일자	24.07.29	24.05.06	24.05.02	24.04.08	24.01.28	23.12.02
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	80,000	80,000	80,000	80,000	80,000	95,000
과리율(평균.%)	(42.03)	(28.44)	(26.03)	(25.98)	(25.41)	(33.83)
과리율(최대/최소.%)	(37.00)	(21.38)	(21.38)	(21.38)	(21.38)	(30.53)
제시일자	23.09.01	23.07.31				
투자의견	Buy	Buy				
목표주가	130,000	130,000				
과리율(평균.%)	(41.00)	(35.59)				
과리율(최대/최소.%)	(30.00)	(30.00)				
제시일자	00.06.29					
투자의견						
목표주가						
과리율(평균.%)						
과리율(최대/최소.%)						

투자의견 비율공시 및 투자등급관련사항(기준일자:20250725)

구분	Buy(매수)	Marketperform(중립)	Underperform(매도)
비율	90.7%	9.3%	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 주가 상승 예상
 - Marketperform(시장수익률)
: 향후 6개월간 시장수익률 대비 -10%p~10%p 주가 변동 예상
 - Underperform(시장수익률 하회)
: 향후 6개월간 시장수익률 대비 10%p 이상 주가 하락 예상