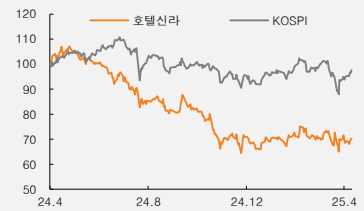


투자자의견(유지)	중립
목표주가(유지)	40,000원
현재주가(25/4/25)	39,100원
상승여력	2.3%

영업이익(25F,십억원)	38
Consensus 영업이익(25F,십억원)	65
EPS 성장률(25F,%)	흑전
MKT EPS 성장률(25F,%)	26.7
P/E(25F,x)	418.2
MKT P/E(25F,x)	9.2
KOSPI	2,546.30
시가총액(십억원)	1,535
발행주식수(백만주)	39
유동주식비율(%)	77.2
외국인 보유비중(%)	14.3
베타(12M) 일간수익률	0.75
52주 최저가(원)	35,900
52주 최고가(원)	59,600

(%)	1M	6M	12M
절대주가	-3.5	-9.1	-31.4
상대주가	-0.8	-7.7	-29.2



[화장품/유통/의류]

배송이
songyi.bae@miraeasset.com

호텔신라

적자 축소

1Q25 Review: 면세 회복에 비롯해 적자 축소

호텔신라의 1Q25 실적은 매출액 9,718억원(YoY -1%, QoQ +3%), 영업적자 25억원(YoY 적전, QoQ 적축)으로 예상 수준이었다. 지난 하반기 영업적자(3Q24 -170억원, 4Q24 -279억원) 대비 적자 규모가 크게 축소되었다. 면세 부문에서 시내점, 공항점 전반 회복된 영향이다.

시내점 매출액은 3,161억원(YoY -21%, QoQ +2%)로 전 분기비 소폭 성장하였다. 직전 분기부터 비효율 도매를 전략적으로 축소하고 있어 매출 하락세였으나, 금번 분기 경쟁사 롯데의 도매 거래 중단으로 인해 QoQ 성장 전환하였다. 아울러 경쟁 완화 효과로 도매 할인율도 개선되어 영업이익률도 HSD% 수준까지 개선된 것으로 파악된다(시내점 영업이익: 3Q24 적자, 4Q24 BEP 추정).

공항점은 매출액 5,110억원(YoY +19%, QoQ +10%)로 성장을 이어갔다. 국내, 해외 전반적으로 매출 성장, 적자 소폭 개선된 것으로 파악된다. 국내 공항에서 일부 구역 임차료가 매출 요율 형태로 변경되어 적자가 더 확대되지 않았다.

공항점은 매출 증가에도 불구하고 공항 이용 객수에 의해 임차료가 매겨지는 계약 구조로 인해 비용 부담이 더 큰 상황이다. 국내와 해외 각각 분기 100~200억원 수준의 대규모 적자를 기록 중으로, 이를 해소하기 위해서 객수 이상의 매출 증가나 임차료 감면 혜택이 요구되는 상황이다. 사측은 2분기 이후로 국내 공항에서 명품 부띠끄 개장, 해외 공항에서 임차료 감면 협의가 완료될 것으로 기대하고 있다.

호텔레저는 매출액 1,447억원(YoY -4%), 영업이익 25억원(YoY -60%)으로 부진했다. 임직원 출장 매출이 일시적으로 하락했고, 제주 호텔이 내국인 수요 하락으로 인해 부진했다.

점진 회복 예상하나, 회복 강도에 대해서는 불확실

시내점, 공항점 전반 추가적으로 악화될 가능성은 제한적이다. 시내점은 도매 경쟁 완화된 가운데 중국인 단체관광 무비자를 모멘텀을 기대할 수 있으며, 공항점은 해외 임차료 협의가 예상대로 진행된다면 적자 축소 가능성이 높다. 다만 회복 강도에 대해서는 아직 가시성이 높지 않다. 금번 분기 도매 경쟁사 중단 관련 반사수혜를 제외하면 수요 측면 유의미한 변화는 없었다. 추세적 수요 회복을 확인한 후 접근하는 것이 합리적이다. 투자자의견 중립을 유지한다.

결산기 (12월)	2023	2024	2025F	2026F	2027F
매출액 (십억원)	3,568	3,948	4,085	4,326	4,541
영업이익 (십억원)	91	-5	38	50	64
영업이익률 (%)	2.6	-0.1	0.9	1.2	1.4
순이익 (십억원)	86	-62	4	19	33
EPS (원)	2,149	-1,538	93	472	826
ROE (%)	15.0	-6.5	0.3	1.5	2.5
P/E (배)	30.4	-	418.2	82.8	47.3
P/B (배)	3.7	1.1	1.1	1.1	1.1
배당수익률 (%)	0.3	0.0	0.0	0.0	0.0

주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익
자료: 호텔신라, 미래에셋증권 리서치센터

표 1. 호텔신라 연간 실적 전망

(십억원)

	2022	2023	2024	2025F	2026F	2027F
매출액	4,922	3,568	3,948	4,085	4,326	4,541
면세점	4,326	2,934	3,282	3,408	3,626	3,820
시내	3,789	1,375	1,457	1,340	1,397	1,451
공항	538	1,559	1,825	2,068	2,229	2,369
호텔/생활레저	596	635	666	677	700	721
영업이익	78	91	(5)	38	50	64
면세점	9	22	(70)	(13)	(2)	10
시내	(11)	1	22	96	91	94
공항	20	21	(92)	(109)	(93)	(84)
호텔/생활레저	70	69	65	50	52	54
세전이익	(60)	107	(47)	7	23	40
순이익	(50)	86	(62)	4	19	33
지배주주순이익	(50)	86	(62)	4	19	33
영업이익률(%)	1.6	2.6	(0.1)	0.9	1.2	1.4
면세점	0.2	0.8	(2.1)	(0.4)	(0.1)	0.3
시내	(0.3)	0.1	1.5	7.2	6.5	6.5
공항	3.7	1.3	(5.0)	(5.3)	(4.2)	(3.5)
호텔/생활레저	11.7	10.8	9.7	7.4	7.5	7.5
매출액 (YoY %)	30.2	(27.5)	10.6	3.5	5.9	5.0
면세점	29.4	(32.2)	11.9	3.8	6.4	5.4
시내	24.6	(63.7)	6.0	(8.1)	4.3	3.8
공항	77.3	190.0	17.0	13.3	7.8	6.3
호텔/생활레저	36.9	6.5	4.9	1.8	3.4	3.0
영업이익 (YoY %)	(34.1)	16.4	(105.7)	흑전	33.3	28.7
면세점	(93.6)	163.5	적전	적지	적지	흑전
호텔/생활레저	흑전	(1.4)	(6.1)	(22.0)	4.1	3.7
지배순이익 (YoY %)	적전	흑전	적전	흑전	404.8	75.0

자료: 호텔신라, 미래에셋증권 리서치센터

표 2. 호텔신라 분기 실적 전망

(십억원)

	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	2024년	1Q25P	2Q25F	3Q25F	4Q25F	2025년
매출액	981	1,003	1,016	948	3,948	972	1,019	1,037	1,057	4,085
면세점	831	833	845	774	3,282	827	844	861	876	3,408
시내	400	375	371	311	1,457	316	336	341	347	1,340
공항	430	458	474	463	1,825	511	508	520	529	2,068
호텔/생활레저	150	170	171	174	666	145	176	175	181	677
영업이익	12	28	(17)	(28)	(5)	(3)	14	16	10	38
면세점	6	7	(39)	(44)	(70)	(5)	(3)	(1)	(3)	(13)
호텔/생활레저	6	21	22	16	65	3	17	18	13	50
세전이익	3	40	(27)	(63)	(47)	(4)	2	4	5	7
순이익	(2)	27	(23)	(64)	(62)	(6)	2	4	5	4
지배주주순이익	(2)	27	(23)	(64)	(62)	(6)	2	4	5	4
영업이익률(%)	1.2	2.8	(1.7)	(2.9)	(0.1)	(0.3)	1.4	1.6	0.9	0.9
면세점	0.7	0.8	(4.6)	(5.7)	(2.1)	(0.6)	(0.4)	(0.2)	(0.4)	(0.4)
호텔/생활레저	4.1	12.1	12.7	9.2	9.7	1.7	9.7	10.1	7.2	7.4
매출액 (YoY %)	30.4	15.7	0.4	1.1	10.6	(0.9)	1.7	2.0	11.6	3.5
면세점	36.5	17.6	(0.0)	0.2	11.9	(0.4)	1.3	2.0	13.2	3.8
시내	19.7	15.4	8.2	(16.4)	6.0	(21.0)	(10.5)	(8.0)	11.5	(8.1)
공항	57.1	19.5	(5.7)	15.7	17.0	18.7	10.9	9.8	14.4	13.3
호텔/생활레저	4.5	6.9	2.8	5.3	4.9	(3.6)	3.6	2.2	4.1	1.8
영업이익 (YoY %)	(64.9)	(58.9)	적전	적지	(105.7)	(120.7)	(49.5)	흑전	흑전	흑전
면세점	(76.6)	(83.8)	적지	적지	(411.2)	(184.7)	(144.6)	(96.1)	(92.9)	적지
호텔/생활레저	(33.3)	(14.2)	(9.6)	40.4	(6.1)	(59.7)	(17.1)	(18.2)	(18.9)	(22.0)
지배순이익 (YoY %)	적전	(62.1)	적지	적지	(171.5)	흑전	(93.7)	흑전	흑전	흑전

자료: 호텔신라, 미래에셋증권 리서치센터

호텔신라 (008770)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	2024	2025F	2026F	2027F
매출액	3,948	4,085	4,326	4,541
매출원가	2,260	2,357	2,492	2,612
매출총이익	1,688	1,728	1,834	1,929
판매비와관리비	1,692	1,691	1,784	1,865
조정영업이익	-5	38	50	64
영업이익	-5	38	50	64
비영업손익	-42	-31	-27	-24
금융손익	-33	-40	-39	-38
관계기업등 투자손익	0	0	0	0
세전계속사업손익	-47	7	23	40
계속사업법인세비용	14	4	4	7
계속사업이익	-62	4	19	33
중단사업이익	0	0	0	0
당기순이익	-62	4	19	33
지배주주	-62	4	19	33
비지배주주	0	0	0	0
총포괄이익	674	4	19	33
지배주주	674	4	19	33
비지배주주	0	0	0	0
EBITDA	127	154	146	146
FCF	-5	124	135	116
EBITDA 마진율 (%)	3.2	3.8	3.4	3.2
영업이익률 (%)	-0.1	0.9	1.2	1.4
지배주주귀속 순이익률 (%)	-1.6	0.1	0.4	0.7

예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	2024	2025F	2026F	2027F
유동자산	1,411	1,567	1,360	1,467
현금 및 현금성자산	370	406	146	193
매출채권 및 기타채권	332	370	377	396
재고자산	623	695	736	772
기타유동자산	86	96	101	106
비유동자산	2,403	2,361	2,330	2,311
관계기업투자등	22	24	26	27
유형자산	1,536	1,467	1,416	1,378
무형자산	23	16	11	8
자산총계	3,814	3,928	3,690	3,779
유동부채	1,150	1,245	979	1,027
매입채무 및 기타채무	296	330	350	367
단기금융부채	412	421	107	112
기타유동부채	442	494	522	548
비유동부채	1,380	1,395	1,404	1,411
장기금융부채	1,247	1,247	1,247	1,247
기타비유동부채	133	148	157	164
부채총계	2,530	2,640	2,383	2,439
지배주주지분	1,284	1,288	1,307	1,340
자본금	200	200	200	200
자본잉여금	206	206	206	206
이익잉여금	223	227	246	279
비지배주주지분	0	0	0	0
자본총계	1,284	1,288	1,307	1,340

예상 현금흐름표 (요약)

(십억원)	2024	2025F	2026F	2027F
영업활동으로 인한 현금흐름	69	164	175	156
당기순이익	-62	4	19	33
비현금손익비용가감	218	160	140	127
유형자산감가상각비	122	109	91	78
무형자산상각비	10	7	5	3
기타	86	44	44	46
영업활동으로인한자산및부채의변동	-98	-14	7	-6
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	-38	-10	-6	-5
재고자산 감소(증가)	29	-72	-41	-37
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	-93	24	14	12
법인세납부	-10	-4	-4	-7
투자활동으로 인한 현금흐름	-95	-123	-67	-65
유형자산처분(취득)	-74	-40	-40	-40
무형자산감소(증가)	1	0	0	0
장단기금융자산의 감소(증가)	7	-37	-21	-19
기타투자활동	-29	-46	-6	-6
재무활동으로 인한 현금흐름	-30	-105	-367	-43
장단기금융부채의 증가(감소)	58	9	-314	5
자본의 증가(감소)	10	0	0	0
배당금의 지급	-8	0	0	0
기타재무활동	-90	-114	-53	-48
현금의 증가	-41	35	-260	47
기초현금	412	370	406	146
기말현금	370	406	146	193

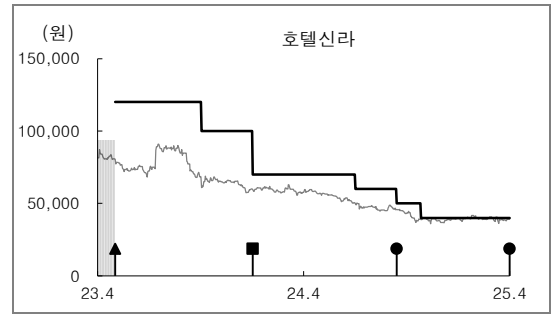
자료: 호텔신라, 미래에셋증권 리서치센터

예상 주당가치 및 valuation (요약)

	2024	2025F	2026F	2027F
P/E (x)	-	418.2	82.8	47.3
P/CF (x)	9.4	9.5	9.9	9.8
P/B (x)	1.1	1.1	1.1	1.1
EV/EBITDA (x)	21.3	18.0	18.5	18.3
EPS (원)	-1,538	93	472	826
CFPS (원)	3,912	4,096	3,963	3,999
BPS (원)	34,720	34,813	35,285	36,111
DPS (원)	0	0	0	0
배당성향 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0
배당수익률 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0
매출액증가율 (%)	10.6	3.5	5.9	5.0
EBITDA증가율 (%)	-41.9	21.1	-4.9	-0.3
조정영업이익증가율 (%)	적전	흑전	33.3	28.7
EPS증가율 (%)	적전	흑전	404.8	75.0
매출채권 회전율 (회)	46.3	44.9	43.8	43.6
재고자산 회전율 (회)	6.3	6.2	6.0	6.0
매입채무 회전율 (회)	9.5	10.8	10.5	10.5
ROA (%)	-1.8	0.1	0.5	0.9
ROE (%)	-6.5	0.3	1.5	2.5
ROIC (%)	-0.4	1.3	2.1	2.6
부채비율 (%)	197.0	204.9	182.3	182.0
유동비율 (%)	122.7	125.9	138.9	142.8
순차입금/자기자본 (%)	96.7	93.9	88.2	82.7
조정영업이익/금융비용 (x)	-0.1	0.6	0.9	1.4

투자의견 및 목표주가 변동추이

제시일자	투자의견	목표주가(원)	과리율(%)	
			평균주가대비	최고(최저)주가대비
호텔신라 (008770)				
2024.11.22	중립	40,000	-	-
2024.10.10	중립	50,000	-16.01	-8.30
2024.07.29	Trading Buy	60,000	-21.54	-16.00
2024.01.29	Trading Buy	70,000	-18.25	-10.14
2023.10.30	매수	100,000	-35.96	-31.20
2023.05.30	매수	120,000	-34.78	-24.17



* 과리율 산정: 수정주가 적용, 목표주가 대상시점은 1년이며 목표주가를 변경하는 경우 해당 조사분석자료의 공표일 전일까지 기간을 대상으로 함

투자의견 분류 및 적용기준

기업	산업
매수 : 향후 12개월 기준 절대수익률 20% 이상의 초과수익 예상	비중확대 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 대비 높거나 상승
Trading Buy: 향후 12개월 기준 절대수익률 10% 이상의 초과수익 예상	중립 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 수준
중립 : 향후 12개월 기준 절대수익률 -10~10% 이내의 등락이 예상	비중축소 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 대비 낮거나 악화
매도 : 향후 12개월 기준 절대수익률 -10% 이상의 추가하락이 예상	

매수(▲), Trading Buy(■), 중립(●), 매도(◆), 추가(—), 목표주가(→), Not covered(■)

투자의견 비율

매수(매수)	Trading Buy(매수)	중립(중립)	매도
83.98%	6.63%	8.84%	0.55%

* 2025년 03월 31일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

Compliance Notice

- 당사는 자료 작성일 현재 호텔신라 발행주식총수의 1% 이상을 보유하고 있습니다.
- 당사는 자료 작성일 현재 호텔신라 을(를) 기초자산으로 하는 주식워런트증권에 대해 유동성공급자(LP)업무를 수행하고 있습니다.
- 당사는 본 자료를 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 조사분석 대상법인의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 본 자료는 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었음을 확인합니다.

본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 종목 선택이나 투자시기에 대한 최종 결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 조사분석자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 허락 없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.