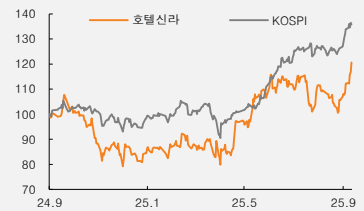


투자 의견(상향)	매수
목표주가(상향)	▲ 72,000원
현재주가(25/9/19)	54,700원
상승여력	31.6%

영업이익(25F,십억원)	41
Consensus 영업이익(25F,십억원)	52
EPS 성장률(25F,%)	적지
MKT EPS 성장률(25F,%)	23.5
P/E(25F,x)	-
MKT P/E(25F,x)	12.8
KOSPI	3,445.24
시가총액(십억원)	2,147
발행주식수(백만주)	39
유동주식비율(%)	77.2
외국인 보유비중(%)	15.5
벤투(12M) 일간수익률	0.86
52주 최저가(원)	35,900
52주 최고가(원)	54,700

(%)	1M	6M	12M
절대주가	11.4	40.4	21.8
상대주가	1.9	7.1	-8.7



[화장품/유통/의류]

배송이
songyi.bae@miraeasset.com

호텔신라

모든 악재 해소. 턴어라운드+인바운드 모멘텀 부각될 전망

인천공항 DF1 철수, 턴어라운드 임박

호텔신라에 대한 투자 의견을 중립에서 매수로 상향한다(목표주가 종전 4만원→7.2만원). 지난 18일 발표된 인천공항 DF1 철수를 통해 연간 500억원 이상의 적자 부담이 사라질 것으로 예상된다. 동사가 영위하고 있는 면세와 호텔 사업은 인바운드의 직접적인 수혜 가능성이 매우 높다. 비효율 부문 철수와 함께 강한 턴어라운드를 예상한다(26년 영업이익 YoY +189% 추정)

26년 3월 17일 DF1 완전 철수 이전까지 위약금 1,900억원을 비롯해 비경상 비용이 발생할 가능성이 크다. 국내 공항면세를 제외한 시내면세, 해외공항, 호텔 부문에 대하여 밸류에이션하였다(표 4). 호텔 사업가치가 크게 부각될 것으로 예상하며, 면세도 흑자전환하여 기여할 전망이다.

호텔: 최다 객실+위탁 출점

동사 호텔은 전국 5,700여개 객실을 운영 중이다. 경쟁사 대비 압도적 수량이다(경쟁사 객실 수: GS피앤엘 3,082개, 서부T&D 1,700개, 파라다이스 1,300개). 특히 외국인 선호도가 높은 가성비 좋은 3~4성급 신라스테이 객실이 4,800여개로 대부분을 차지하고 있다. 신라스테이는 강한 브랜드 인지도를 바탕으로 21년 이후로는 위탁 형태로 출점하고 있다. Capex 부담 없이 안정적인 수익 창출이 가능한 구조이다. 연간 1~2개 사업장을 추가할 계획으로 향후에도 객실 수 증가가 예상된다. 현재 호텔 산업은 인바운드는 증가하고 공급은 제한되는 쇼티지 상황이다. 동사 객실 경쟁력에 대해 프리미엄 부여가 합당하다.

면세: 실속 챙기는 중

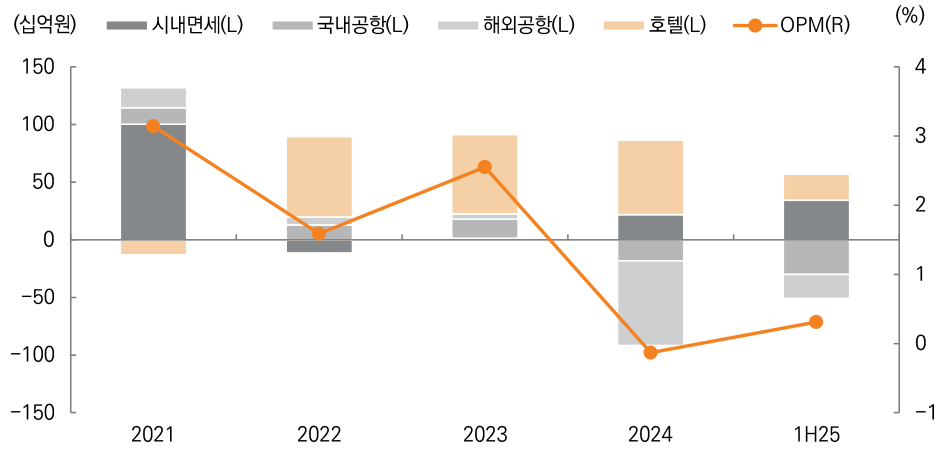
면세는 타이공에서 일반 고객으로의 전환이 순조롭게 진행 중이다. 현재 타이공과 일반 고객 비중은 5:5로 코로나 직후 9:1에서 다소 개선되었다. 무엇보다 경쟁사의 타이공 거래 축소 이후로 마진이 안정화된 상황이다. 상반기 면세는 -163억원 영업적자를 기록했으나, 시내면세는 300억원 이상 흑자를 실현했고, 국내공항 -300억원 적자, 해외공항 -200억원 적자로 추정된다. 인천공항 DF1 철수로 인해 국내공항 적자의 대부분이 제거될 전망이다. 중국 단체관광 무비자도 타이공 대비 고마진 고객군이다(타이공 수수료)여행사 수수료. 추세적 수익 구조 개선을 기대한다.

결산기 (12월)	2023	2024	2025F	2026F	2027F
매출액 (십억원)	3,568	3,948	4,140	3,955	3,984
영업이익 (십억원)	91	-5	41	119	143
영업이익률 (%)	2.6	-0.1	1.0	3.0	3.6
순이익 (십억원)	86	-62	-184	62	86
EPS (원)	2,149	-1,538	-4,591	1,553	2,145
ROE (%)	15.0	-6.5	-15.4	5.5	7.2
P/E (배)	30.4	-	-	35.2	25.5
P/B (배)	3.7	1.1	1.8	1.7	1.6
배당수익률 (%)	0.3	0.0	0.0	0.0	0.0

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

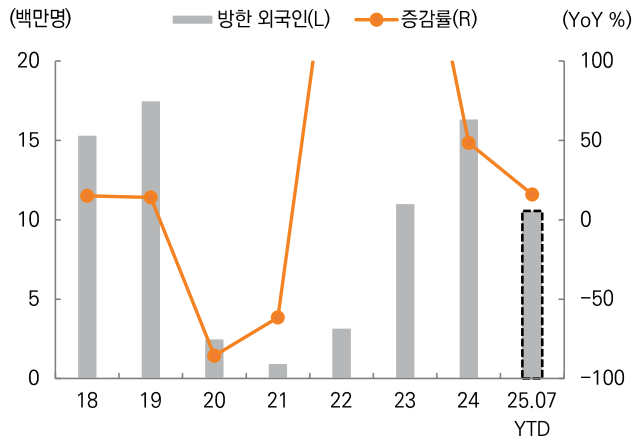
그림 1. 호텔신라 사업부별 영업이익 추이:

시내면세, 호텔 이익 건조↔국내외 공항 적자 심화. 국내공항 DF1 철수 결정 긍정적



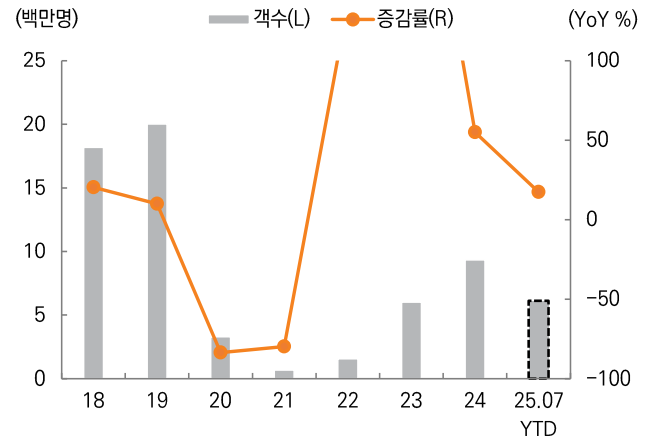
자료: 호텔신라, 미래에셋증권 리서치센터

그림 2. 외국인 인바운드 추이



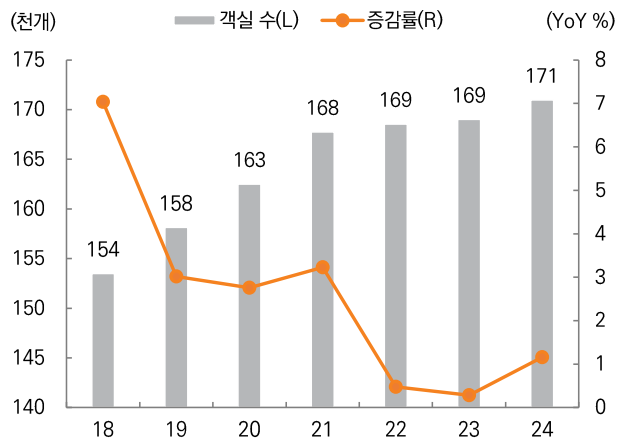
자료: 한국관광공사, 미래에셋증권 리서치센터

그림 3. 면세점 외국인 객수 추이: 다이공→관광객



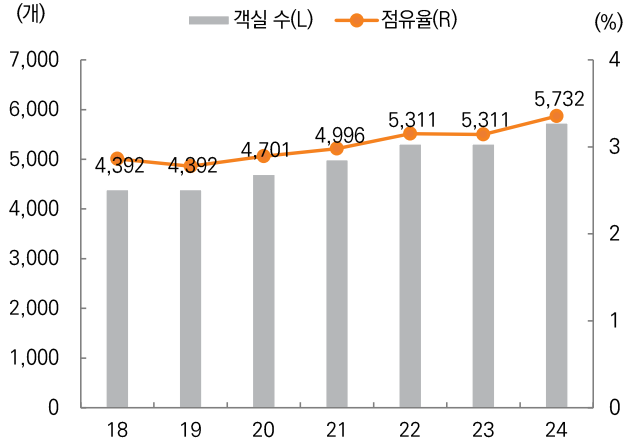
자료: 한국면세점협회, 미래에셋증권 리서치센터

그림 4. 전국 호텔 객실 수 추이



자료: 문화체육관광부, 미래에셋증권 리서치센터

그림 5. 호텔신라 객실 수 추이



자료: 미래에셋증권 리서치센터

표 1. 호텔신라 호텔 사업장 현황

사업장	개관	운영 형태	객실 수(개)
서울	79년	소유	464
제주	90년	소유	429
스테이 동탄	2013년 11월	임차	286
스테이 역삼	2014년 10월	임차	306
스테이 제주	2015년 3월	임차	301
스테이 서대문	2015년 5월	임차	319
스테이 울산	2015년 7월	임차	235
스테이 마포	2015년 9월	임차	383
스테이 광화문	2015년 12월	임차	338
스테이 구로	2016년 2월	임차	310
스테이 천안	2016년 7월	임차	309
스테이 서초	2017년 4월	임차	305
스테이 해운대	2017년 4월	임차	407
스테이 삼성	2020년 4월	임차	309
스테이 서부산	2021년 4월	위탁	295
스테이 여수	2022년 10월	위탁	315
스테이플러스 이호테우	2024년 5월	위탁	211
스테이 전주	2024년 12월	위탁	210

주: 음영은 서울 소재

자료: 미래에셋증권 리서치센터

표 2. 호텔신라 연간 실적 전망

(십억원)

	2022	2023	2024	2025F	2026F	2027F
매출액	4,922	3,568	3,948	4,140	3,955	3,984
면세점	4,326	2,934	3,282	3,448	3,222	3,205
시내	3,789	1,375	1,457	1,421	1,462	1,499
공항	538	1,559	1,825	2,027	1,760	1,706
호텔/생활레저	596	635	666	691	733	779
영업이익	78	91	(5)	41	119	143
면세점	9	22	(70)	(23)	36	51
시내	(11)	1	22	70	82	84
공항	20	21	(92)	(93)	(46)	(33)
호텔/생활레저	70	69	65	64	83	92
세전이익	(60)	107	(47)	(187)	76	105
순이익	(50)	86	(62)	(184)	62	86
지배주주순이익	(50)	86	(62)	(184)	62	86
영업이익률(%)	1.6	2.6	(0.1)	1.0	3.0	3.6
면세점	0.2	0.8	(2.1)	(0.7)	1.1	1.6
시내	(0.3)	0.1	1.5	4.9	5.6	5.6
공항	3.7	1.3	(5.0)	(4.6)	(2.6)	(2.0)
호텔/생활레저	11.7	10.8	9.7	9.3	11.3	11.8
매출액 (YoY %)	30.2	(27.5)	10.6	4.9	(4.5)	0.7
면세점	29.4	(32.2)	11.9	5.1	(6.6)	(0.5)
시내	24.6	(63.7)	6.0	(2.5)	2.8	2.6
공항	77.3	190.0	17.0	11.1	(13.1)	(3.1)
호텔/생활레저	36.9	6.5	4.9	3.8	6.0	6.2
영업이익 (YoY %)	(34.1)	16.4	적전	흑전	189.0	20.5
면세점	(93.6)	163.5	적전	적지	흑전	41.6
호텔/생활레저	흑전	(1.4)	(6.1)	(0.4)	28.7	11.3
지배순이익 (YoY %)	적전	흑전	적전	적지	흑전	38.1

자료: 호텔신라, 미래에셋증권 리서치센터

표 3. 호텔신라 분기 실적 전망

(십억원)

	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	2024년	1Q25	2Q25	3Q25F	4Q25F	2025년
매출액	981	1,003	1,016	948	3,948	972	1,025	1,066	1,077	4,140
면세점	831	833	845	774	3,282	827	850	883	888	3,448
시내	400	375	371	311	1,457	316	364	371	371	1,421
공항	430	458	474	463	1,825	511	487	513	517	2,027
호텔/생활레저	150	170	171	174	666	145	175	182	189	691
영업이익	12	28	(17)	(28)	(5)	(3)	9	18	17	41
면세점	6	7	(39)	(44)	(70)	(5)	(11)	(5)	(1)	(23)
호텔/생활레저	6	21	22	16	65	3	20	23	19	64
세전이익	3	40	(27)	(63)	(47)	(4)	2	(173)	(12)	(187)
순이익	(2)	27	(23)	(64)	(62)	(6)	(1)	(168)	(8)	(184)
지배주주순이익	(2)	27	(23)	(64)	(62)	(6)	(1)	(168)	(8)	(184)
영업이익률(%)	1.2	2.8	(1.7)	(2.9)	(0.1)	(0.3)	0.8	1.6	1.6	1.0
면세점	0.7	0.8	(4.6)	(5.7)	(2.1)	(0.6)	(1.3)	(0.6)	(0.2)	(0.7)
호텔/생활레저	4.1	12.1	12.7	9.2	9.7	1.7	11.4	12.6	9.9	9.3
매출액 (YoY %)	30.4	15.7	0.4	1.1	10.6	(0.9)	2.3	4.9	13.6	4.9
면세점	36.5	17.6	(0.0)	0.2	11.9	(0.4)	2.1	4.6	14.8	5.1
시내	19.7	15.4	8.2	(16.4)	6.0	(21.0)	(3.2)	0.0	19.3	(2.5)
공항	57.1	19.5	(5.7)	15.7	17.0	18.7	6.4	8.1	11.7	11.1
호텔/생활레저	4.5	6.9	2.8	5.3	4.9	(3.6)	3.2	6.3	8.4	3.8
영업이익 (YoY %)	(64.9)	(58.9)	적전	적지	적전	적전	(68.6)	흑전	흑전	흑전
면세점	(76.6)	(83.8)	적지	적지	적전	적전	적전	적지	적지	적지
호텔/생활레저	(33.3)	(14.2)	(9.6)	40.4	(6.1)	(59.7)	(2.9)	6.1	17.1	(0.4)
지배주주순이익 (YoY %)	적전	(62.1)	적지	적지	적전	적지	적전	적지	적지	적지

자료: 호텔신라, 미래에셋증권 리서치센터

표 4. 호텔신라 Valuation Table

(십억원)

	2025F	2026F	비고
면세점(A)			
시내 영업이익	70	82	
해외공항 영업이익	(38)	(33)	
면세 NOPLAT	25	40	
Target Multiple(배)	20	20	타이공 활성화 이전(2014~16년) 평균 26배
사업가치	505	793	
호텔(B)			
영업이익	64	83	
호텔 NOPLAT	51	66	
Target Multiple(배)	30	30	GS피앤엘, 서부T&D 평균 12MF PER 29배
사업가치	1,542	1,985	
합계(A+B)	2,047	2,778	
적정주가(원)	55,153	74,847	자사주 제외
목표주가 i(원)	71,565		시간가중치 적용
목표주가 ii(원)	72,000		
현재주가(원)	54,700		
상승여력(%)	31.6		

자료: 미래에셋증권 리서치센터

호텔신라 (008770)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	2024	2025F	2026F	2027F
매출액	3,948	4,139	3,955	3,984
매출원가	2,260	2,388	2,278	2,291
매출총이익	1,688	1,751	1,677	1,693
판매비와관리비	1,692	1,710	1,558	1,549
조정영업이익	-5	41	119	143
영업이익	-5	41	119	143
비영업손익	-42	-228	-43	-38
금융손익	-33	-32	-38	-35
관계기업등 투자손익	0	0	0	0
세전계속사업손익	-47	-187	76	105
계속사업법인세비용	14	-4	14	19
계속사업이익	-62	-184	62	86
중단사업이익	0	0	0	0
당기순이익	-62	-184	62	86
지배주주	-62	-184	62	86
비지배주주	0	0	0	0
총포괄이익	674	-191	62	86
지배주주	674	-190	62	86
비지배주주	0	0	0	0
EBITDA	127	178	230	236
FCF	-5	71	206	181
EBITDA 마진율 (%)	3.2	4.3	5.8	5.9
영업이익률 (%)	-0.1	1.0	3.0	3.6
지배주주귀속 순이익률 (%)	-1.6	-4.4	1.6	2.2

예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	2024	2025F	2026F	2027F
유동자산	1,411	1,415	1,121	1,260
현금 및 현금성자산	370	233	8	139
매출채권 및 기타채권	332	377	344	347
재고자산	623	707	676	681
기타유동자산	86	98	93	93
비유동자산	2,403	2,369	2,287	2,242
관계기업투자등	22	25	23	24
유형자산	1,536	1,512	1,446	1,397
무형자산	23	21	16	12
자산총계	3,814	3,784	3,409	3,502
유동부채	1,150	1,327	897	903
매입채무 및 기타채무	296	336	321	324
단기금융부채	412	488	95	96
기타유동부채	442	503	481	483
비유동부채	1,380	1,363	1,356	1,357
장기금융부채	1,247	1,212	1,212	1,212
기타비유동부채	133	151	144	145
부채총계	2,530	2,690	2,253	2,260
지배주주지분	1,284	1,094	1,156	1,242
자본금	200	200	200	200
자본잉여금	206	206	206	206
이익잉여금	223	40	102	188
비지배주주지분	0	0	0	0
자본총계	1,284	1,094	1,156	1,242

예상 현금흐름표 (요약)

(십억원)	2024	2025F	2026F	2027F
영업활동으로 인한 현금흐름	69	143	246	221
당기순이익	-62	-184	62	86
비현금수익비용가감	218	181	164	147
유형자산감가상각비	122	130	106	89
무형자산상각비	10	7	5	4
기타	86	44	53	54
영업활동으로인한자산및부채의변동	-98	124	22	-1
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	-38	96	4	-1
재고자산 감소(증가)	29	-94	32	-5
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	-93	14	-10	2
법인세납부	-10	4	-14	-19
투자활동으로 인한 현금흐름	-95	-123	-29	-48
유형자산처분(취득)	-74	-71	-40	-40
무형자산감소(증가)	1	0	0	0
장단기금융자산의 감소(증가)	7	-44	16	-3
기타투자활동	-29	-8	-5	-5
재무활동으로 인한 현금흐름	-30	-264	-443	-43
장단기금융부채의 증가(감소)	58	42	-393	1
자본의 증가(감소)	10	0	0	0
배당금의 지급	-8	0	0	0
기타재무활동	-90	-306	-50	-44
현금의 증가	-41	-138	-225	131
기초현금	412	370	233	8
기말현금	370	233	8	139

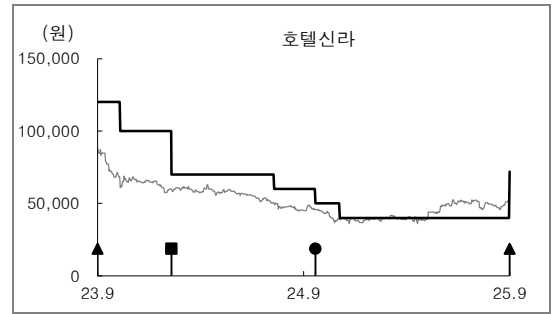
자료: 호텔신라, 미래에셋증권 리서치센터

예상 주당가치 및 valuation (요약)

	2024	2025F	2026F	2027F
P/E (x)	-	-	35.2	25.5
P/CF (x)	9.4	-	9.7	9.4
P/B (x)	1.1	1.8	1.7	1.6
EV/EBITDA (x)	21.3	20.2	14.9	14.0
EPS (원)	-1,538	-4,591	1,553	2,145
CFPS (원)	3,912	-56	5,643	5,814
BPS (원)	34,720	29,956	31,509	33,654
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	4.9	-4.5	0.7
EBITDA증가율 (%)	-41.9	40.3	29.3	2.4
조정영업이익증가율 (%)	적전	흑전	188.7	20.5
EPS증가율 (%)	적전	적지	흑전	38.1
매출채권 회전율 (회)	46.3	45.1	41.4	42.5
재고자산 회전율 (회)	6.3	6.2	5.7	5.9
매입채무 회전율 (회)	9.5	10.9	10.0	10.2
ROA (%)	-1.8	-4.8	1.7	2.5
ROE (%)	-6.5	-15.4	5.5	7.2
ROIC (%)	-0.4	2.3	4.1	5.4
부채비율 (%)	197.0	245.9	194.9	182.0
유동비율 (%)	122.7	106.6	125.1	139.5
순차입금/자기자본 (%)	96.7	129.3	108.0	90.1
조정영업이익/금융비용 (x)	-0.1	0.7	2.4	3.3

투자의견 및 목표주가 변동추이

제시일자	투자의견	목표주가(원)	과리율(%)	
			평균주가대비	최고(최저)주가대비
호텔신라 (008770)				
2025.09.22	매수	72,000	-	-
2024.11.22	중립	40,000	9.82	32.50
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
중립 : 향후 12개월 기준 절대수익률 -10~10% 이내의 등락이 예상	중립 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 수준
매도 : 향후 12개월 기준 절대수익률 -10% 이상의 추가하락이 예상	비중축소 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 대비 낮거나 악화

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

* 2025년 5월 12일 기준으로 투자의견 분류기준 변경(Trading Buy 의견 삭제)

* 향후 12개월 기준 절대수익률 10% 이상, 20% 미만의 추가상승이 예상되는 종목은 금융투자분석사 재량에 따라 '매수' 또는 '중립' 의견으로 제시함

투자의견 비율

매수(매수)	Trading Buy(매수)	중립(중립)	매도
84.91%	5.59%	8.94%	0.56%

* 2025년 06월 30일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

Compliance Notice

- 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.