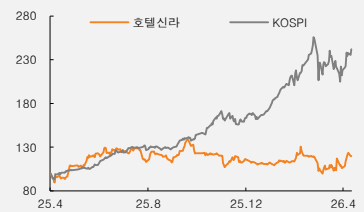


투자요건(유지)	매수
목표주가(유지)	60,000원
현재주가(26/4/14)	48,550원
상승여력	23.6%

영업이익(26F,십억원)	93
Consensus 영업이익(26F,십억원)	129
EPS 성장률(26F,%)	흑전
MKT EPS 성장률(26F,%)	180.0
P/E(26F,x)	50.9
MKT P/E(26F,x)	7.6
KOSPI	5,967.75
시가총액(십억원)	1,905
발행주식수(백만주)	39
유동주식비율(%)	77.2
외국인 보유비중(%)	16.0
베타(12M) 일간수익률	0.46
52주 최저가(원)	37,900
52주 최고가(원)	56,400

(%)	1M	6M	12M
절대주가	14.8	-0.6	24.0
상대주가	5.5	-40.7	-49.0



[화장품/유통/의류]

배송이

songyi.bae@miraeasset.com

호텔신라

보릿고개 진짜 끝

면세점, 긴 터널을 지나 흑자전환 임박

인바운드는 지난 해부터 추세적으로 반등 중에 있지만 면세점에는 좀처럼 수혜가 미치지 못했다(25년 면세 영업이익 -473억원). 면세점 주요 수요층인 중국인이 타국적 외국인 대비 회복이 더뎠고, 외국인 관광객의 소비가 관광상권 로드샵과 백화점으로 이동하고 있기 때문이다.

상기 요인들이 완화되면서 면세점 영업상황도 개선될 것으로 예상된다. **올해 인바운드 중국인 주도로 회복될 것으로 예상되며, 달러위안 환율이 안정화되면서 이들의 면세점 구매력도 개선되었기 때문이다.** 이에 동사의 면세 시내점 매출도 성장 전환(매출 YoY: 25년 -5%, 26년F +3% 추정), **마진도 MSD% 이상을 안정적으로 유지할 것으로 예상된다(시내점 OPM: 25년 4.5%, 26년F 5.2% 추정).** 4월중 DF1 철수 이후 연간 500억원 이상에 달했던 국내 공항점 적자도 제거되기에 2분기부터 **면세 흑자 전환 가능성이 매우 높다고** 판단된다.

호텔 ADR 상승 본격화

호텔은 면세와 달리 OCC, ADR 모두 견조하게 상승하며 인바운드 수혜를 이미 체감하고 있다. 올해도 추세 이어지는 가운데, 제주점 부진이 완화되고 있고 고정비를 최대한 효율화한 영향으로 **마진 레버리지도 본격화될 것으로** 예상된다. 현재 ADR은 10% 수준 성장 중이며, 특히 외국인 비중이 상대적으로 높은 스테이의 성장률이 높은 것으로 파악된다. **올해 ADR 8% 수준 성장으로 추정하며, 마진도 추세 개선을** 예상한다(호텔 OPM: 25년 8.9%, 26년F 10.6% 추정). 분기별로는 2~3분기 성수기에 진입하면서 긍정적인 추세가 특히 돋보일 것으로 기대한다.

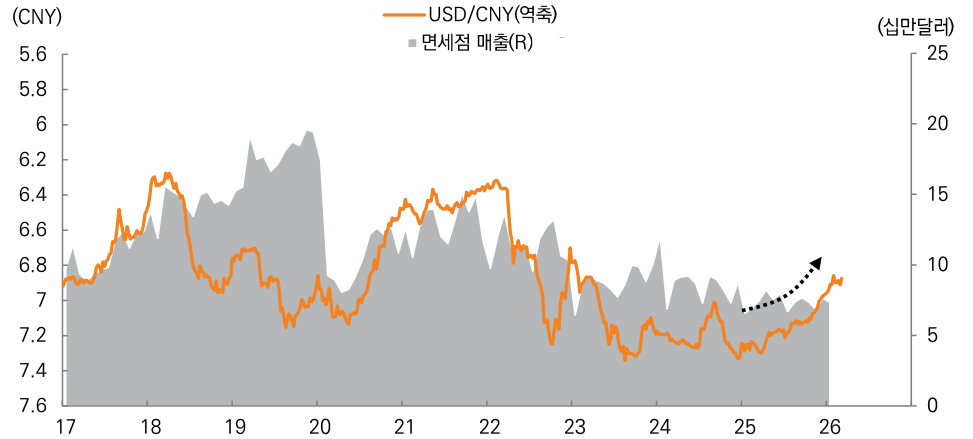
보릿고개를 지나 턴어라운드 기대감 고조

2~3분기 여행 성수기에 영업 상황이 긍정적인 것으로 기대되고, 동일 시점에 인천공항 적자도 제거될 예정이다. 동사 실적은 코로나 이후로도 수년간 흑자와 적자를 오가며 이익 체력이 크게 약해졌으나, 2분기부터 본격적으로 턴어라운드할 것으로 예상된다. 턴어라운드 초입인 만큼 밸류에이션 매력은 낮지만, 인바운드 모멘텀의 도래 시점을 감안하면 실적 가시성 회복에 보다 방점을 둘 때라고 판단된다.

결산기 (12월)	2024	2025	2026F	2027F	2028F
매출액 (십억원)	3,948	4,068	3,891	3,927	4,099
영업이익 (십억원)	-5	14	93	128	148
영업이익률 (%)	-0.1	0.3	2.4	3.3	3.6
순이익 (십억원)	-62	-173	38	73	96
EPS (원)	-1,538	-4,321	954	1,825	2,403
ROE (%)	-6.5	-14.5	3.4	6.2	7.6
P/E (배)	-	-	50.9	26.6	20.2
P/B (배)	1.1	1.5	1.6	1.5	1.4
배당수익률 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0

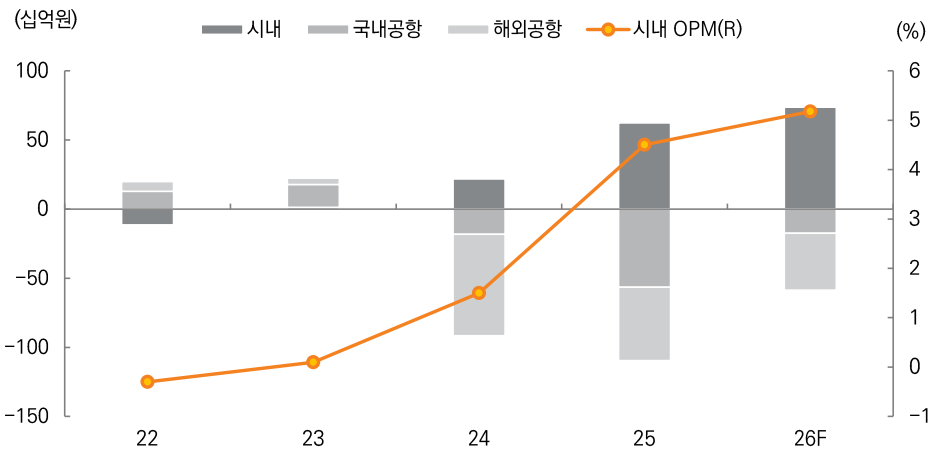
주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익
자료: 호텔신라, 미래에셋증권 리서치센터

그림 110. 달러위안 환율과 면세점 매출 추이



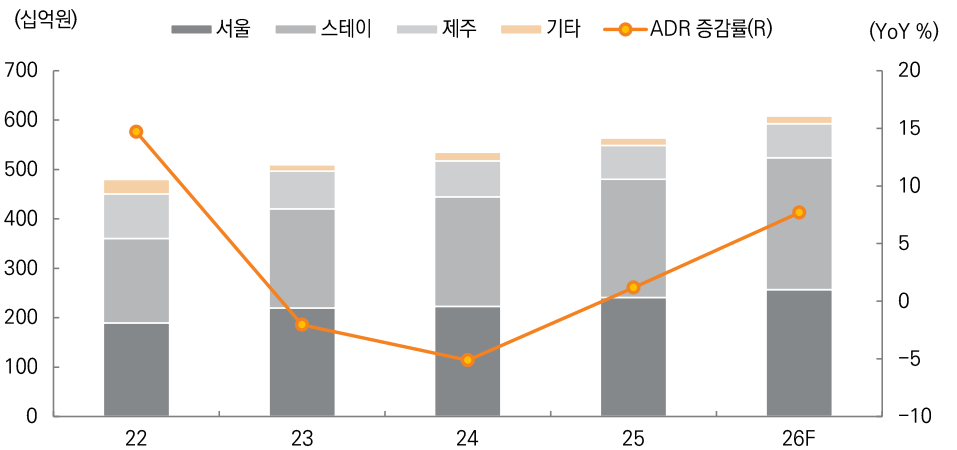
자료: 한국면세점협회, 미래에셋증권 리서치센터

그림 111. 호텔신라 면세 사업장별 영업손익 전망: 시내 이익 개선 + 국내공항 적자 축소



자료: 호텔신라, 미래에셋증권 리서치센터

그림 112. 호텔신라 호텔 실적 전망: 꾸준한 매출 성장 + ADR 개선 본격화



자료: 호텔신라, 미래에셋증권 리서치센터

표 23. 호텔신라 연간 실적 전망

(십억원)

	2023	2024	2025	2026F	2027F	2028F
매출액	3,568	3,948	4,068	3,891	3,927	4,099
면세점	2,934	3,282	3,382	3,157	3,140	3,255
시내	1,375	1,457	1,383	1,423	1,459	1,493
공항	1,559	1,825	1,999	1,735	1,681	1,762
호텔/생활레저	635	666	687	734	787	843
영업이익	91	(5)	14	93	128	148
면세점	22	(70)	(47)	15	40	49
시내	1	22	62	74	79	83
공항	21	(92)	(110)	(59)	(40)	(34)
호텔/생활레저	69	65	61	78	88	99
세전이익	107	(47)	(230)	48	91	120
순이익	86	(62)	(173)	38	73	96
지배주주순이익	86	(62)	(173)	38	73	96
영업이익률(%)	2.6	(0.1)	0.3	2.4	3.3	3.6
면세점	0.8	(2.1)	(1.4)	0.5	1.3	1.5
시내	0.1	1.5	4.5	5.2	5.4	5.5
공항	1.3	(5.0)	(5.5)	(3.4)	(2.4)	(1.9)
호텔/생활레저	10.8	9.7	8.9	10.6	11.2	11.8
매출액 (YoY %)	(27.5)	10.6	3.1	(4.3)	0.9	4.4
면세점	(32.2)	11.9	3.0	(6.6)	(0.6)	3.7
시내	(63.7)	6.0	(5.1)	2.8	2.6	2.3
공항	190.0	17.0	9.5	(13.2)	(3.1)	4.9
호텔/생활레저	6.5	4.9	3.1	6.9	7.2	7.2
영업이익 (YoY %)	16.4	적전	흑전	587.6	37.0	16.1
면세점	163.5	적전	적지	흑전	162.6	23.6
호텔/생활레저	(1.4)	(6.1)	(5.6)	28.3	12.8	12.7
지배주주이익 (YoY %)	흑전	적전	적지	흑전	91.3	31.7

자료: 호텔신라, 미래에셋증권 리서치센터

표 24. 호텔신라 분기 실적 전망

(십억원)

	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	2025년	1Q26F	2Q26F	3Q26F	4Q26F	2026년
매출액	972	1,025	1,026	1,045	4,068	1,017	951	958	965	3,891
면세점	827	850	850	855	3,382	862	765	769	762	3,157
시내	316	364	366	338	1,383	348	360	369	346	1,423
공항	511	487	484	517	1,999	514	405	399	417	1,735
호텔/생활레저	145	175	176	191	687	156	186	189	203	734
영업이익	(3)	9	12	(4)	14	(1)	36	31	27	93
면세점	(5)	(11)	(10)	(21)	(47)	(8)	10	5	7	15
호텔/생활레저	3	20	22	17	61	7	26	25	20	78
세전이익	(4)	2	(187)	(41)	(230)	(9)	28	22	7	48
순이익	(6)	(1)	(149)	(17)	(173)	(7)	22	18	5	38
지배주주순이익	(6)	(1)	(149)	(17)	(173)	(7)	22	18	5	38
영업이익률(%)	(0.3)	0.8	1.1	(0.4)	0.3	(0.1)	3.8	3.2	2.8	2.4
면세점	(0.6)	(1.3)	(1.2)	(2.4)	(1.4)	(0.9)	1.3	0.7	0.9	0.5
호텔/생활레저	1.7	11.4	12.4	8.7	8.9	4.4	14.0	13.3	9.8	10.6
매출액 (YoY %)	(0.9)	2.3	0.9	10.3	3.1	4.7	(7.3)	(6.6)	(7.7)	(4.3)
면세점	(0.4)	2.1	0.6	10.5	3.0	4.2	(10.1)	(9.5)	(10.8)	(6.6)
시내	(21.0)	(3.2)	(1.3)	8.7	(5.1)	10.0	(1.0)	1.0	2.3	2.8
공항	18.7	6.4	2.1	11.8	9.5	0.6	(16.8)	(17.5)	(19.4)	(13.2)
호텔/생활레저	(3.6)	3.2	2.7	9.3	3.1	7.6	6.4	7.4	6.4	6.9
영업이익 (YoY %)	적전	(68.6)	흑전	적지	흑전	적지	319.7	166.2	흑전	587.6
면세점	적전	적전	적지	적지	적지	적지	흑전	흑전	흑전	흑전
호텔/생활레저	(59.7)	(2.9)	0.9	3.1	(5.6)	176.9	30.7	15.3	20.2	28.3
지배순이익 (YoY %)	적지	적전	적지	적지	적지	적지	흑전	흑전	흑전	흑전

자료: 호텔신라, 미래에셋증권 리서치센터

표 25. 호텔신라 Valuation Table

(십억원)

	2026F	2027F	비고
면세점(A)			
시내 영업이익	74	79	
해외공항 영업이익	(41)	(39)	
면세 NOPLAT	26	32	
Target Multiple(배)	25	25	따이공 활성화 이전(2014~16년) 평균 26배
사업가치	652	810	
호텔(B)			
영업이익	78	88	
호텔 NOPLAT	63	70	
Target Multiple(배)	20	20	GS피앤엘, 서부T&D 평균 12MF PER 19배
사업가치	1,250	1,410	
합계(A+B)	1,902	2,219	
적정주가(원)	51,241	59,795	자사주 제외
목표주가 i (원)	54,092		시간가중치 적용
목표주가 ii (원)	60,000		
현재주가(원)	48,550		
상승여력(%)	23.6		

자료: 미래에셋증권 리서치센터

호텔신라 (008770)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	2025	2026F	2027F	2028F
매출액	4,068	3,891	3,927	4,099
매출원가	2,248	2,151	2,167	2,258
매출총이익	1,820	1,740	1,760	1,841
판매비와관리비	1,806	1,648	1,632	1,693
조정영업이익	14	93	128	148
영업이익	14	93	128	148
비영업손익	-244	-45	-37	-28
금융손익	7	-45	-38	-32
관계기업등 투자손익	0	0	0	0
세전계속사업손익	-230	48	91	120
계속사업법인세비용	-57	10	18	24
계속사업이익	-173	38	73	96
중단사업이익	0	0	0	0
당기순이익	-173	38	73	96
지배주주	-173	38	73	96
비지배주주	0	0	0	0
총포괄이익	-178	38	73	96
지배주주	-178	38	73	96
비지배주주	0	0	0	0
EBITDA	154	200	217	225
FCF	50	210	171	175
EBITDA 마진율 (%)	3.8	5.1	5.5	5.5
영업이익률 (%)	0.3	2.4	3.3	3.6
지배주주귀속 순이익률 (%)	-4.3	1.0	1.9	2.3

예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	2025	2026F	2027F	2028F
유동자산	1,401	1,496	1,100	1,255
현금 및 현금성자산	338	515	105	217
매출채권 및 기타채권	206	190	197	205
재고자산	526	486	490	512
기타유동자산	331	305	308	321
비유동자산	2,140	2,020	1,976	1,951
관계기업투자등	0	0	0	0
유형자산	1,519	1,417	1,372	1,338
무형자산	22	17	13	10
자산총계	3,541	3,516	3,076	3,206
유동부채	1,298	1,240	727	758
매입채무 및 기타채무	265	245	247	258
단기금융부채	624	618	100	103
기타유동부채	409	377	380	397
비유동부채	1,137	1,131	1,132	1,135
장기금융부채	1,059	1,059	1,059	1,059
기타비유동부채	78	72	73	76
부채총계	2,435	2,371	1,859	1,893
지배주주지분	1,106	1,144	1,217	1,313
자본금	200	200	200	200
자본잉여금	206	206	206	206
이익잉여금	55	93	166	262
비지배주주지분	0	0	0	0
자본총계	1,106	1,144	1,217	1,313

예상 현금흐름표 (요약)

(십억원)	2025	2026F	2027F	2028F
영업활동으로 인한 현금흐름	104	210	211	215
당기순이익	-173	38	73	96
비현금수익비용가감	165	161	146	132
유형자산감가상각비	134	102	85	73
무형자산상각비	7	5	4	3
기타	24	54	57	56
영업활동으로인한자산및부채의변동	106	1	-5	-1
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	92	6	-1	-3
재고자산 감소(증가)	98	40	-4	-21
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	-39	-16	2	8
법인세납부	-9	-10	-18	-24
투자활동으로 인한 현금흐름	-104	108	-48	-63
유형자산처분(취득)	-53	-40	-40	-40
무형자산감소(증가)	1	0	0	0
장단기금융자산의 감소(증가)	-142	36	-4	-19
기타투자활동	90	112	-4	-4
재무활동으로 인한 현금흐름	-30	-70	-572	-40
장단기금융부채의 증가(감소)	25	-6	-519	3
자본의 증가(감소)	0	0	0	0
배당금의 지급	0	0	0	0
기타재무활동	-55	-64	-53	-43
현금의 증가	-32	176	-409	111
기초현금	370	338	515	105
기말현금	338	515	105	217

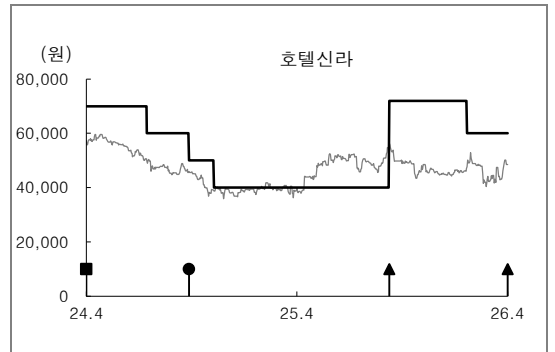
자료: 호텔신라, 미래에셋증권 리서치센터

예상 주당가치 및 valuation (요약)

	2025	2026F	2027F	2028F
P/E (x)	-	50.9	26.6	20.2
P/CF (x)	-	9.7	8.9	8.5
P/B (x)	1.5	1.6	1.5	1.4
EV/EBITDA (x)	18.3	14.1	12.5	11.5
EPS (원)	-4,321	954	1,825	2,403
CFPS (원)	-184	4,986	5,464	5,710
BPS (원)	30,267	31,221	33,046	35,448
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 (%)	3.1	-4.3	0.9	4.4
EBITDA증가율 (%)	21.4	29.9	8.3	3.4
조정영업이익증가율 (%)	흑전	590.0	37.0	16.1
EPS증가율 (%)	적지	흑전	91.3	31.7
매출채권 회전을 (회)	48.5	49.6	51.9	52.7
재고자산 회전을 (회)	7.1	7.7	8.0	8.2
매입채무 회전을 (회)	10.9	10.9	11.4	11.6
ROA (%)	-4.7	1.1	2.2	3.1
ROE (%)	-14.5	3.4	6.2	7.6
ROIC (%)	0.5	3.6	5.3	6.3
부채비율 (%)	220.1	207.2	152.7	144.1
유동비율 (%)	107.9	120.6	151.3	165.6
순차입금/자기자본 (%)	95.1	77.9	64.1	50.3
조정영업이익/금융비용 (x)	0.2	1.5	2.4	3.4

투자의견 및 목표주가 변동추이

제시일자	투자의견	목표주가(원)	과리율(%)	
			평균주가대비	최고(최저)주가대비
호텔신라 (008770)				
2026.02.04	매수	60,000	-	-
2025.09.22	매수	72,000	-34.50	-22.64
2024.11.22	중립	40,000	9.95	36.75
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



* 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 약화

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
80.84%	0%	18.56%	0.6%

* 2026년 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.