



Neutral(유지)

목표주가(12M) 43,000원(하향)  
현재주가(1.24) 39,450원

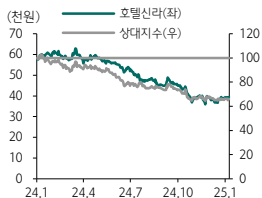
#### Key Data

KOSPI 지수 (pt)	2,536.80
52주 최고/최저(원)	62,900/35,900
시가총액(십억원)	1,548.3
시가총액비중(%)	0.07
발행주식수(천주)	39,248.1
60일 평균 거래량(천주)	115.1
60일 평균 거래대금(십억원)	4.5
외국인지분율(%)	13.41
주요주주 지분율(%)	
삼성생명보험 외 5인	17.34

#### Consensus Data

	2024	2025
매출액(십억원)	4,012.9	4,388.3
영업이익(십억원)	7.7	85.6
순이익(십억원)	(7.7)	53.9
EPS(원)	(146)	1,478
BPS(원)	15,696	17,024

#### Stock Price



#### Financial Data

(십억원, %, 배, 원)

투자지표	2022	2023	2024F	2025F
매출액	4,922.0	3,568.5	3,947.5	4,038.3
영업이익	78.3	91.2	(5.2)	48.1
세전이익	(59.6)	107.4	(47.1)	28.3
순이익	(50.2)	86.0	(61.6)	22.6
EPS	(1,254)	2,149	(1,540)	566
증감율	적전	흑전	적전	흑전
PER	(66.27)	30.43	(23.96)	69.70
PBR	5.16	3.67	2.29	2.40
EV/EBITDA	21.23	17.16	38.03	28.07
ROE	(8.99)	14.98	(10.73)	4.14
BPS	16,106	17,823	16,093	16,469
DPS	200	200	200	200



Analyst 서현정 hjs0214@hanafn.com

하나증권 리서치센터

2025년 01월 31일 | 기업분석\_ Earnings Review

## 호텔신라 (008770)

### 4Q24Re: 숫자보다 방향성이 중요하다

#### 4분기 영업적자 279억원(YoY -97억원, 적자 지속) 기록

4분기 연결 매출은 9,478억원(YoY 1%), 영업적자 279억원을(YoY -97억원, 적자지속)을 기록하며 시장 기대치(OP -120억원)를 하회했다. 면세점 부문에서 439억원 대규모 적자를 기록하며 수익성 저하의 주 요인으로 작용했다. 면세점 매출은 7,735억원(YoY 0.2%, QoQ -8%)을 기록했다. 시내면세점은 도매상과의 거래 축소에 따라(매출 비중 3Q 55%→4Q 45%) 매출은 YoY 16% 감소했지만, 영업이익은 개선된 것으로 추산된다(시내면세점 OPM 0.1% 추정). 국내/해외 공항 면세점 매출은 YoY 16% 증가했지만, 영업적자를 기록했다. 인천공항은 영업면적 확대로 매출은 증가했지만, 이와 비례해 임차료 부담 또한 높아지면서 적자 규모가 전분기대비 커졌다. 반면, 해외공항은 일회성 비용 140억원(홍콩 인센티브 이연)을 제외시 적자폭은 전분기대비 축소된 것으로 보인다. 호텔/레저 부문은 객단가 증가 효과로 매출과 영업이익은 각각 YoY 5%, 40% 증가했다.

#### 증장기 수요 개선 관건

면세점 적자 규모가 확대되면서 실적 부진이 지속되고 있다. 이를 극복하고자 동사를 포함한 면세점 업체들은 비효율 다이고와의 거래 축소를 진행 중이며, 국내외 공항의 경우 임차료 부담은 여전하나 협의를 통해 적자 폭은 점차 축소될 것으로 예상된다. 1분기 영업이익은 -84억원(YoY 적자전환) 추산, 2025년 영업이익은 481억원(YoY 흑자전환)으로 전망한다.

다만, 현재는 단기적 실적 개선보다 면세업의 근본적 우려 해소가 중요한 시점이다. 실적 부진이 지속되는 이유는 소비 트렌드 변화라는 구조적 요인에 따라 면세점의 수요 약세가 악화되고 있기 때문이다. 시내/공항 모두 소매 고객 매출 회복이 더디고, 이에 따라 유의미한 수익성 개선 효과도 나타나고 있지 않다. 의미 있는 수요 회복이 없다면 실적 가시성은 떨어질 수 밖에 없다. 면세점의 성장 가시성에 대한 불확실성이 해소되어야 실적 전망 및 밸류에이션 모두 정상화 될 수 있다.

#### 목표주가 43,000원 하향, 투자 의견 '중립' 유지

추정치 하향 조정에 따라 목표주가를 4.3만원으로 내린다. 다만 현재 주가는 이러한 불확실성 요인을 모두 반영하고 있는 만큼, 추가적인 주가 하락 여지는 제한적이다. 향후 면세점의 추세적인 주가 반등은 핵심 수요인 럭셔리 화장품 매출 회복과 함께 나타날 것으로 본다.

도표 1. 호텔신라 실적 전망 (K-IFRS 연결)

(단위: 십억원)

	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24P	2024년	1Q25F	2Q25F	3Q25F	4Q25F	2025년
<b>매출</b>	981	1,003	1,016	948	3,948	923	1,014	1,069	1,032	4,038
면세점	831	833	845	774	3,282	766	836	889	850	3,342
호텔/생활레저	150	170	171	174	666	156	178	179	183	697
<b>영업이익</b>	12	28	-17	-28	-5	-8	12	27	18	48
면세점	6	7	-39	-44	-70	-16	-11	3	2	-21
호텔/생활레저	6	21	22	16	65	7	22	23	16	69
세전이익	3	40	-27	-63	-47	-13	7	19	16	28
순이익	-2	27	-23	-64	-62	-11	6	16	12	23
영업이익률(%)	1.2	2.8	-1.7	-2.9	-0.1	-0.9	1.1	2.5	1.7	1.2
세전이익률(%)	0.3	4.0	-2.6	-6.7	-1.2	-1.5	0.6	1.8	1.5	0.7
순이익률(%)	-0.2	2.7	-2.3	-6.8	-1.6	-1.2	0.6	1.5	1.1	0.6
매출(YoY,%)	30.4	15.7	0.4	1.1	10.6	-5.9	1.2	5.2	8.9	2.3
면세점	36.5	17.6	0.0	0.2	11.9	-7.7	0.4	5.3	9.9	1.8
호텔/생활레저	4.5	6.9	2.8	5.3	4.9	4.2	5.0	4.6	4.8	4.7
영업이익(YoY,%)	-64.9	-58.9	적전	적지	적전	적전	-58.1	흑전	흑전	흑전
면세점	-76.6	-83.8	적지	적지	적전	적전	적전	흑전	흑전	적지
호텔/생활레저	-33.3	-14.2	-9.6	40.4	-6.1	18.8	7.5	8.1	1.1	7.2

자료: 호텔신라, 하나증권

도표 2. 호텔신라 연간 실적 전망 및 Valuation (K-IFRS 연결)

(단위: 십억원)

	2023	2024F	2025F	2026F	2027F
<b>매출</b>	3,568	3,948	4,038	4,214	4,354
면세점	2,934	3,282	3,342	3,489	3,600
호텔/생활레저	635	666	697	725	754
<b>영업이익</b>	91	-5	48	107	117
면세점	22	-70	-21	35	43
호텔/생활레저	69	65	69	72	74
세전이익	107	-47	28	93	112
순이익	86	-62	23	75	90
지배순이익	86	-62	23	75	90
적정시가총액	1,372	1,510	1,661	1,827	2,009
주식수(천주)	39,248	39,248	39,248	39,248	39,248
적정주가(원)	34,966	38,463	42,309	46,540	51,194
적정PER(배)	16.0	-24.5	73.4	24.5	22.4
EPS(원)	2,191	-1,567	577	1,902	2,285
영업이익률(%)	2.6	-0.1	1.2	2.5	2.7
매출 (YoY,%)	-27.5	10.6	2.3	4.4	3.3
영업이익 (YoY,%)	16.4	-105.7	-1,027.3	121.9	9.4
순이익 (YoY,%)	흑전	-171.5	-136.8	229.9	20.2

자료: 호텔신라, 하나증권

## 추정 재무제표

손익계산서	(단위:십억원)				
	2022	2023	2024F	2025F	2026F
매출액	4,922.0	3,568.5	3,947.5	4,038.3	4,214.4
매출원가	2,161.1	2,149.8	2,313.2	2,342.2	2,423.3
매출총이익	2,760.9	1,418.7	1,634.3	1,696.1	1,791.1
판매비	2,682.6	1,327.4	1,639.4	1,648.0	1,684.4
영업이익	78.3	91.2	(5.2)	48.1	106.7
금융손익	(106.6)	(9.1)	(19.4)	(11.9)	(8.4)
종속/관계기업손익	0.0	0.0	2.0	1.6	1.1
기타영업외손익	(31.4)	25.3	(24.5)	(9.5)	(6.1)
세전이익	(59.6)	107.4	(47.1)	28.3	93.3
법인세	(9.5)	21.4	14.5	5.7	18.7
계속사업이익	(50.2)	86.0	(61.6)	22.6	74.7
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	(50.2)	86.0	(61.6)	22.6	74.7
비배주주지분 순이익	(0.0)	(0.0)	0.0	(0.0)	(0.0)
지배주주순이익	(50.2)	86.0	(61.6)	22.6	74.7
지배주주지분포괄이익	(29.1)	76.3	(61.6)	22.6	74.7
NOPAT	65.9	73.1	(6.8)	38.5	85.3
EBITDA	204.7	218.9	90.7	120.1	160.9
성장성(%)					
매출액증가율	30.24	(27.50)	10.62	2.30	4.36
NOPAT증가율	(1.79)	10.93	적전	흑전	121.56
EBITDA증가율	(16.96)	6.94	(58.57)	32.41	33.97
영업이익증가율	(34.09)	16.48	적전	흑전	121.83
(지배주주)순이익증가율	적전	흑전	적전	흑전	230.53
EPS증가율	적전	흑전	적전	흑전	229.68
수익성(%)					
매출총이익률	56.09	39.76	41.40	42.00	42.50
EBITDA이익률	4.16	6.13	2.30	2.97	3.82
영업이익률	1.59	2.56	(0.13)	1.19	2.53
계속사업이익률	(1.02)	2.41	(1.56)	0.56	1.77

투자지표	2022	2023	2024F	2025F	2026F
주당지표(원)					
EPS	(1,254)	2,149	(1,540)	566	1,866
BPS	16,106	17,823	16,093	16,469	18,145
CFPS	5,146	5,323	1,916	3,183	4,244
EBITDAPS	5,117	5,472	2,267	3,003	4,022
SPS	123,050	89,212	98,688	100,958	105,360
DPS	200	200	200	200	200
주가지표(배)					
PER	(66.27)	30.43	(23.96)	69.70	21.14
PBR	5.16	3.67	2.29	2.40	2.17
PCFR	16.15	12.29	19.26	12.39	9.30
EV/EBITDA	21.23	17.16	38.03	28.07	20.33
PSR	0.68	0.73	0.37	0.39	0.37
재무비율(%)					
ROE	(8.99)	14.98	(10.73)	4.14	12.70
ROA	(1.79)	2.89	(2.09)	0.78	2.50
ROIC	4.40	4.97	(0.45)	2.66	6.12
부채비율	444.39	394.10	436.34	428.73	389.75
순부채비율	192.25	189.35	208.14	188.72	152.19
이자보상배율(배)	1.85	1.77	(0.11)	1.08	2.39

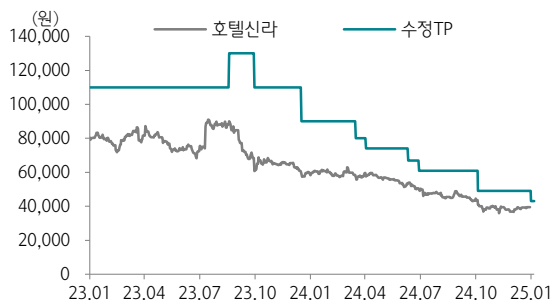
자료: 하나증권

대차대조표	(단위:십억원)				
	2022	2023	2024F	2025F	2026F
유동자산	1,478.8	1,380.2	1,327.1	1,429.1	1,579.3
금융자산	647.8	447.9	295.8	374.2	478.5
현금성자산	534.1	411.7	255.8	333.2	435.7
매출채권	50.6	84.5	93.5	95.7	99.8
재고자산	555.5	629.9	696.8	712.8	743.9
기타유동자산	224.9	217.9	241.0	246.4	257.1
비유동자산	1,459.7	1,626.3	1,565.4	1,501.7	1,463.8
투자자산	185.7	329.8	364.8	373.2	389.4
금융자산	152.2	294.5	325.8	333.2	347.7
유형자산	592.2	573.3	486.5	420.6	370.7
무형자산	35.3	28.8	19.8	13.6	9.4
기타비유동자산	646.5	694.4	694.3	694.3	694.3
자산총계	2,938.5	3,006.5	2,892.4	2,930.8	3,043.1
유동부채	1,306.0	1,188.5	1,140.8	1,163.4	1,207.4
금융부채	617.8	417.0	235.3	237.2	241.0
매입채무	162.9	271.9	353.5	361.6	377.4
기타유동부채	525.3	499.6	552.0	564.6	589.0
비유동부채	1,092.8	1,209.6	1,212.4	1,213.1	1,214.4
금융부채	1,067.8	1,183.1	1,183.1	1,183.1	1,183.1
기타비유동부채	25.0	26.5	29.3	30.0	31.3
부채총계	2,398.8	2,398.0	2,353.2	2,376.5	2,421.7
지배주주지분	539.8	608.5	539.3	554.3	621.4
자본금	200.0	200.0	200.0	200.0	200.0
자본잉여금	196.6	196.6	196.6	196.6	196.6
자본조정	(104.5)	(104.5)	(104.5)	(104.5)	(104.5)
기타포괄이익누계액	5.4	12.0	12.0	12.0	12.0
이익잉여금	242.3	304.4	235.2	250.2	317.3
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	539.8	608.5	539.3	554.3	621.4
순금융부채	1,037.8	1,152.2	1,122.5	1,046.1	945.6

현금흐름표	(단위:십억원)				
	2022	2023	2024F	2025F	2026F
영업활동 현금흐름	220.5	242.5	47.1	130.9	157.4
당기순이익	(50.2)	86.0	(61.6)	22.6	74.7
조정	257.8	144.8	143.3	116.6	98.8
감가상각비	126.4	127.6	95.8	72.0	54.2
외환거래손익	(3.7)	(3.3)	0.0	0.0	0.0
지분법손익	14.8	2.8	0.0	0.0	0.0
기타	120.3	17.7	47.5	44.6	44.6
영업활동 자산부채 변동	12.9	11.7	(34.6)	(8.3)	(16.1)
투자활동 현금흐름	(80.7)	(231.4)	(38.8)	(9.3)	(18.0)
투자자산감소(증가)	88.6	(140.6)	(35.0)	(8.4)	(16.2)
자본증가(감소)	(53.9)	(54.7)	0.0	0.0	0.0
기타	(115.4)	(36.1)	(3.8)	(0.9)	(1.8)
재무활동 현금흐름	146.0	(77.3)	(236.7)	(50.2)	(48.5)
금융부채증가(감소)	115.3	(18.1)	(181.7)	2.0	3.8
자본증가(감소)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	38.3	(51.6)	(47.4)	(44.6)	(44.7)
배당지급	(7.6)	(7.6)	(7.6)	(7.6)	(7.6)
현금의 증감	285.7	(66.2)	(204.3)	77.4	102.5
Unlevered CFO	205.8	212.9	76.6	127.3	169.8
Free Cash Flow	166.5	187.8	47.1	130.9	157.4

## 투자의견 변동 내역 및 목표주가 과리율

## 호텔신라



날짜	투자의견	목표주가	과리율	
			평균	최고/최저
25.1.31	Neutral	43,000		
24.11.4	Neutral	49,000	-20.80%	-16.22%
24.7.29	BUY	61,000	-23.97%	-17.38%
24.7.11	BUY	67,000	-22.85%	-19.55%
24.5.2	BUY	74,000	-24.40%	-19.46%
24.4.15	BUY	80,000	-28.16%	-25.50%
24.1.16	BUY	90,000	-33.88%	-30.11%
23.10.30	BUY	110,000	-40.95%	-37.45%
23.9.18	BUY	130,000	-41.47%	-31.31%
22.12.6	BUY	110,000	-27.30%	-17.27%

## Compliance Notice

- 본 자료를 작성한 애널리스트(서현정)는 자료의 작성과 관련하여 외부의 압력이나 부당한 간섭을 받지 않았으며, 본인의 의견을 정확하게 반영하여 신의성실 하게 작성하였습니다.
- 본 자료는 기관투자자 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다
- 당사는 2025년 1월 31일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다
- 본자료를 작성한 애널리스트(서현정)는 2025년 1월 31일 현재 해당회사의 유가증권 을 보유하고 있지 않습니다

본 조사항목은 고객의 투자에 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 어떠한 경우에도 무 단 복제 및 배포 될 수 없습니다. 또한 본 자료에 수록된 내용은 당사가 신뢰 할 만한 자료 및 정보로 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경 우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사 용될 수 없습니다.

## 투자등급 관련사항 및 투자의견 비율공시

- 투자의견의 유효기간은 추천일 이후 12개월을 기준으로 적용

## • 기업의 분류

BUY(매수)\_목표주가가 현재가 대비 15% 이상 상승 여력  
Neutral(중립)\_목표주가가 현재가 대비 -15%~15% 등락  
Reduce(비중축소)\_목표주가가 현재가 대비 15% 이상 하락 가능

## • 산업의 분류

Overweight(비중확대)\_업종지수가 현재지수 대비 15% 이상 상승 여력  
Neutral(중립)\_업종지수가 현재지수 대비 -15%~15% 등락  
Underweight(비중축소)\_업종지수가 현재지수 대비 -15%~15% 등락

투자등급	BUY(매수)	Neutral(중립)	Reduce(매도)	합계
금융투자상품의 비율	93.64%	5.91%	0.45%	100%

\* 기준일: 2025년 01월 24일