한화투자증권

2025년 9월 22일
기업분석

호텔신라 (008770)

업사이드 리스크 > 다운사이드 리스크

▶Analyst 이진협 jinhyeob.lee@hanwha.com 3772-7638

Buy (유지)

목표주가(상향): 76,000원

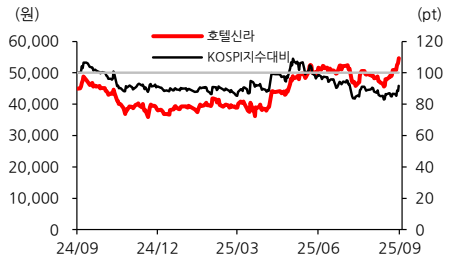
현재 주가(9/19)	54,700원
상승여력	▲38.9%
시가총액	21,469억원
발행주식수	39,248천주
52 주 최고가 / 최저가	54,700 / 35,900원
90 일 일평균 거래대금	124.11억원
외국인 지분율	15.5%
주주 구성	
삼성생명보험 (외 6 인)	17.3%
국민연금공단 (외 1 인)	7.0%
자사주 (외 1 인)	5.4%

주가수익률(%)	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	11.4	8.3	40.4	21.8
상대수익률(KOSPI)	2.1	-7.4	9.4	-11.7

(단위: 십억 원, 원, %, 배)

재무정보	2023	2024	2025E	2026E
매출액	3,568	3,948	4,257	4,631
영업이익	91	-5	53	250
EBITDA	219	127	191	377
지배주주순이익	86	-62	-123	161
EPS	2,186	-1,567	-3,327	4,346
순차입금	1,152	1,241	1,103	886
PER	29.9	-23.5	-16.4	12.6
PBR	4.3	1.1	1.9	1.7
EV/EBITDA	17.2	21.3	17.2	8.1
배당수익률	0.3	n/a	0.4	0.4
ROE	15.0	-6.5	-10.1	13.0

주가 추이



호텔신라 인천공항 DF1 철수 결정

호텔신라는 지난 18일 인천공항 DF1 권역 철수를 결정했다고 공시하였다. DF1 권역은 향수, 화장품/주류, 담배 취급 권역으로 공항 면세점의 메인 상권이다. 그만큼 임차료도 높은 데, 호텔신라는 객당 8,987원에 해당 사이트를 낙찰받은 바 있다. 당초 입찰 시에는 19년 대비 낮은 임차료에 흑자 기여할 수 있을 것으로 기대했으나, 높은 환율에 따른 가격 메리트 하락, 공항 혼잡도 등에 따른 영향으로 기대에 미치지 못한 객당 매출액을 시현했으며, 이에 따라 호텔신라의 국내 공항점은 분기당 약 150~200억원 내외의 적자를 기록하는 사이트로 전락하였다. 금번 DF1 철수로 25년 실적은 위약금(약 1,900억원)과 재고 처리 비용 등이 집행되면서 불확실성이 커지나, 철수가 예정된 26년 이후부터의 영업이익 전망치는 기존 대비 연간 약 1,000억원 개선될 것으로 기대된다. DF2를 운영 중인 신세계에 대해서도 덧붙이자면, 호텔신라의 금번 결정으로 신세계의 선택지가 넓어진 것은 사실이나, 향후 DF1 권역의 입찰과 인천공항공사의 스탠스에 따라 경우의 수는 다양하다.

업사이드 리스크를 대비할 때

과거와 달리 호텔 사업에 대해 시장이 가치를 인정하기 시작하면서 동사의 주가 하방은 제한적이라 판단한다. 이미 OCC가 풀캐파 수준이기에 ADR의 상승만 기대해야하는 서울 도심 호텔뿐만 아니라 전국에 다변화되어 있는 동사 호텔 포트폴리오는 OCC와 ADR이 동시에 높아질 수 있다는 점을 감안할 필요가 있다. 동시에 4분기부터 중국인 단체 관광객의 유입 시, 면세점의 수혜가 기대될 수 있다는 점도 주가의 업사이드를 키운다. 또한 금번 DF1 철수 결정으로 국내 공항점에 대한 불확실성은 해소되었다. 즉 주가의 다운사이드 리스크는 호텔사업으로 방어되는 동시에 면세점의 주가 업사이드 리스크는 부각되는 구간이다. 비중 확대로 대응하는 전략이 적절하겠다.

투자의견 BUY 유지, 목표주가 7.6만원 상향

투자의견 BUY를 유지하며, 목표주가를 7.6만원으로 상향한다. 목표주가는 DF1 철수 효과가 나타나는 26년을 기준으로 산정했다. 4분기의 성과에 따라 시내점에 대한 실적 전망치의 변동성이 큰 바, 시내점의 실적은 25년 수준에의 실적을 유지한다는 가정했다.

[표1] 호텔신라 실적 테이블 (단위: 억 원)

	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25E	4Q25E	2024	2025E	2026E
매출액	**9,808**	**10,027**	**10,162**	**9,478**	**9,718**	**10,254**	**11,241**	**11,352**	**39,475**	**42,565**	**46,312**
YoY	*30.4%*	*15.7%*	*0.4%*	*1.1%*	*-0.9%*	*2.3%*	*10.6%*	*19.8%*	*10.6%*	*7.8%*	*8.8%*
TR	8,307	8,329	8,448	7,735	8,271	8,502	9,437	9,513	32,819	35,723	39,207
시내점	4,003	3,754	3,707	3,110	3,161	3,635	3,860	4,109	14,574	14,765	19,584
공항점	4,304	4,575	4,741	4,625	5,110	4,867	5,577	5,404	18,245	20,958	19,623
호텔&레저	1,501	1,698	1,714	1,743	1,447	1,752	1,803	1,839	6,656	6,842	7,105
영업이익	**121**	**276**	**-170**	**-279**	**-25**	**87**	**268**	**200**	**-52**	**530**	**2,504**
YoY	*-64.9%*	*-58.9%*	*적전*	*적지*	*적전*	*-68.5%*	*흑전*	*흑전*	*적전*	*흑전*	*372.3%*
TR	59	70	-387	-439	-50	-113	36	23	-697	-104	1,791
호텔&레저	62	206	217	160	25	200	232	177	645	634	665
영업이익률	**1.2%**	**2.8%**	**-1.7%**	**-2.9%**	**-0.3%**	**0.8%**	**2.4%**	**1.8%**	**-0.1%**	**1.2%**	**5.4%**
TR	0.7%	0.8%	-4.6%	-5.7%	-0.6%	-1.3%	0.4%	0.2%	-2.1%	-0.3%	4.6%
호텔&레저	4.1%	12.1%	12.7%	9.2%	1.7%	11.4%	12.8%	9.6%	9.7%	9.3%	9.4%

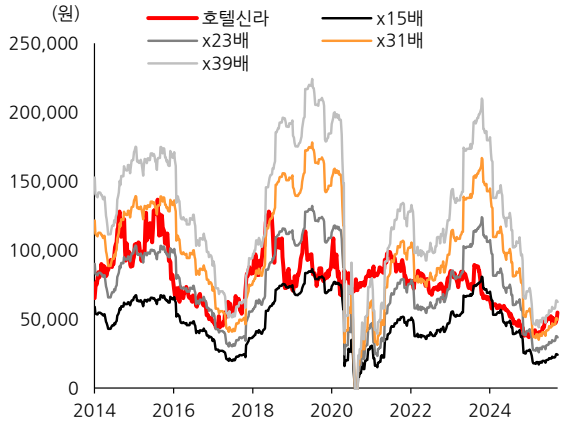
자료: 한화투자증권 리서치센터

[표2] 호텔신라 P/E 밸류에이션 (단위: 억원, 배, 천주, 원)

	26E	비고
지배순이익	**1,190**	시내점 25년 수준 실적 전망
Target P/E	**25**	
적정 시가총액	**29,747**	
발행주식 수(자사주 제외)	**39,248**	
적정주가	**75,793**	

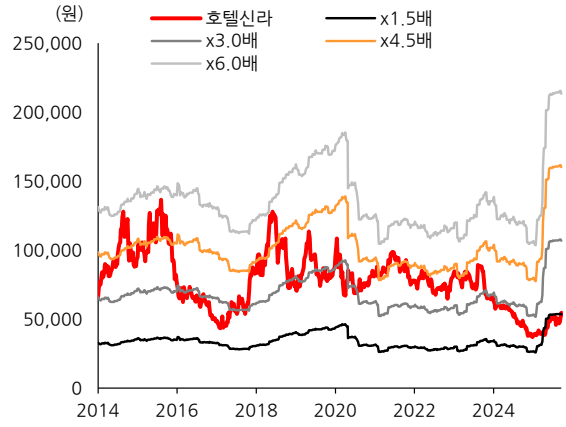
자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림1] 호텔신라 P/E 밴드



자료: Quantiwise, 한화투자증권 리서치센터

[그림2] 호텔신라 P/B 밴드



자료: Quantiwise, 한화투자증권 리서치센터

[표3] 인천공항 면세점 사이트 현황 - 호텔신라 DF1 철수 예정

사업권		품목 및 매장 수			객당임대료 (최저수용금액)	면적 (총 매장수)	취급품목	최종 선정자	낙찰가
		T1	탑승동	T2					
일반 기업	**DF1-2022**	**동편 CP 1 개 서편 LT 4 개**	**CP 1 개**	**동편 CP 6 개 서편 LT 5 개**	**5,346원**	**4,258㎡ (17개)**	**향수, 화장품/ 주류, 담배**	**호텔신라**	**8,987원**
	DF2-2022	**동편 LT 4 개 서편 CP 3 개**	**LT 1 개**	**동편 LT 4 개 서편 CP 4 개**	**5,617원**	**4,709㎡ (16개)**		**신세계**	**9,020원**
	DF3-2022	동편 FA 6 개 (부티크포함)	-	동편 FA 6 개 (부티크포함)	2,078원	4,649㎡ (12개)	패션, 악세서리, 부티크	호텔신라	2,530원
	DF4-2022	동편 FA 6 개 (부티크포함)	FA 1 개	서편 FA 6 개 (부티크포함)	1,863원	5,198㎡ (13개)		신세계	2,506원
	DF5-2022	중앙 부티크 2 개	-	중앙 부티크 3 개	1,056원	2,078㎡ (5개)	부티크	현대백화점	1,109원
소계		26 개	3 개	34 개	-	20,892 ㎡(63 개)		-	-

* CP : Cosmetics(화장품) & Perfumes(향수) / LT : Liquer(주류)& Tobacco(담배) / FA: Fashion(패션)& Accessories(악세서리)

자료: 인천공항, 한화투자증권 리서치센터

[재무제표]

손익계산서

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2022	2023	2024	2025E	2026E
매출액	4,922	3,568	3,948	4,257	4,631
매출총이익	2,761	1,419	1,687	1,904	1,991
영업이익	78	91	-5	53	250
EBITDA	205	219	127	191	377
순이자손익	-30	-23	-33	-30	-29
외화관련손익	-9	-2	-2	-1	0
지분법손익	-15	-3	-36	0	0
세전계속사업손익	-60	107	-47	-161	221
당기순이익	-50	86	-62	-123	161
지배주주순이익	-50	86	-62	-123	161
증가율(%)					
매출액	69.2	-27.5	10.6	7.8	8.8
영업이익	-43.6	16.4	적전	흑전	372.4
EBITDA	0.9	6.9	-41.9	50.1	97.8
순이익	적전	흑전	적전	적지	흑전
이익률(%)					
매출총이익률	56.1	39.8	42.7	44.7	43.0
영업이익률	1.6	2.6	-0.1	1.2	5.4
EBITDA 이익률	4.2	6.1	3.2	4.5	8.1
세전이익률	-1.2	3.0	-1.2	-3.8	4.8
순이익률	-1.0	2.4	-1.6	-2.9	3.5

재무상태표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2022	2023	2024	2025E	2026E
유동자산	1,479	1,380	1,411	1,545	1,717
현금성자산	648	448	417	643	760
매출채권	249	270	336	229	243
재고자산	555	630	623	616	655
비유동자산	1,460	1,626	2,403	2,323	2,256
투자자산	832	1,024	844	800	800
유형자산	592	573	1,536	1,503	1,444
무형자산	35	29	23	19	12
자산총계	2,939	3,007	3,814	3,867	3,972
유동부채	1,306	1,188	1,150	1,356	1,303
매입채무	590	677	609	723	770
유동성이자부채	618	417	412	534	434
비유동부채	1,093	1,210	1,380	1,349	1,354
비유동이자부채	1,068	1,183	1,247	1,212	1,212
부채총계	2,399	2,398	2,530	2,706	2,657
자본금	200	200	200	200	200
자본잉여금	197	197	206	206	206
이익잉여금	242	304	223	101	254
자본조정	-99	-92	655	655	655
자기주식	-104	-104	-104	-104	-104
자본총계	540	608	1,284	1,162	1,315

현금흐름표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2022	2023	2024	2025E	2026E
영업현금흐름	220	243	69	380	285
당기순이익	-50	86	-62	-123	161
자산상각비	126	128	132	138	127
운전자본증감	13	12	-98	320	-8
매출채권 감소(증가)	-5	35	-38	58	-15
재고자산 감소(증가)	71	-67	29	-2	-40
매입채무 증가(감소)	-6	78	-93	287	47
투자현금흐름	-81	-231	-95	-204	-60
유형자산처분(취득)	-54	-53	-74	-61	-60
무형자산 감소(증가)	0	0	1	0	0
투자자산 감소(증가)	-1	3	5	2	0
재무현금흐름	146	-138	-30	-85	-108
차입금의 증가(감소)	179	-93	21	-67	-100
자본의 증가(감소)	-8	-8	-8	0	-8
배당금의 지급	-8	-8	-8	0	-8
총현금흐름	206	213	156	59	293
(-)운전자본증가(감소)	-135	18	95	-176	8
(-)설비투자	54	55	74	61	60
(+)자산매각	0	1	1	0	0
Free Cash Flow	286	141	-11	173	225
(-)기타투자	147	151	31	1	0
잉여현금	139	-10	-42	172	225
NOPLAT	57	73	-4	38	183
(+) Dep	126	128	132	138	127
(-)운전자본투자	-135	18	95	-176	8
(-)Capex	54	55	74	61	60
OpFCF	264	128	-40	291	242

주요지표

(단위: 원, 배)

12 월 결산	2022	2023	2024	2025E	2026E
주당지표					
EPS	-1,283	2,186	-1,567	-3,327	4,346
BPS	13,494	15,212	32,108	29,037	32,883
DPS	200	200	0	200	200
CFPS	5,146	5,323	3,912	1,465	7,326
ROA(%)	-1.8	2.9	-1.8	-3.2	4.1
ROE(%)	-9.0	15.0	-6.5	-10.1	13.0
ROIC(%)	3.4	4.5	-0.2	1.6	8.3
Multiples(x,%)					
PER	-64.8	29.9	-23.5	-16.4	12.6
PBR	6.2	4.3	1.1	1.9	1.7
PSR	0.7	0.7	0.4	0.5	0.5
PCR	16.1	12.3	9.4	37.3	7.5
EV/EBITDA	21.2	17.2	21.3	17.2	8.1
배당수익률	0.2	0.3	n/a	0.4	0.4
안정성(%)					
부채비율	444.4	394.1	197.0	233.0	202.0
Net debt/Equity	192.3	189.4	96.7	95.0	67.3
Net debt/EBITDA	507.0	526.4	977.0	578.4	234.7
유동비율	113.2	116.1	122.7	113.9	131.7
이자보상배율(배)	1.8	1.8	n/a	0.9	4.4
자산구조(%)					
투하자본	51.0	53.9	66.5	60.9	58.3
현금+투자자산	49.0	46.1	33.5	39.1	41.7
자본구조(%)					
차입금	75.7	72.4	56.4	60.1	55.6
자기자본	24.3	27.6	43.6	39.9	44.4

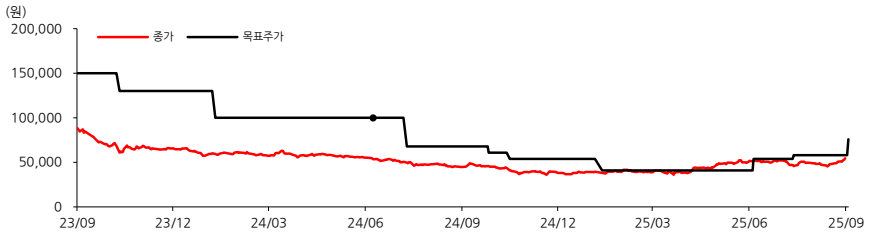
주: IFRS 연결 기준

[Compliance Notice] (공표일: 2025 년 9 월 22 일)

이 자료는 조사분석 담당자가 객관적 사실에 근거해 작성하였으며, 타인의 부당한 압력이나 간섭없이 본인의 의견을 정확하게 반영했습니다. 본인은 이 자료에서 다룬 종목과 관련해 공표일 현재 관련 법규상 알려야 할 재산적 이해관계가 없습니다. 본인은 이 자료를 기관투자자 또는 제 3 자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다. (이진협)
저희 회사는 공표일 현재 이 자료에서 다룬 종목의 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.

이 자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위해 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로서 저작권이 당사에 있으며 불법 복제 및 배포를 금합니다. 이 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료나 정보출처로부터 얻은 것이지만, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 이 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과와 관련된 법적 책임소재에 대한 증빙으로 사용될 수 없습니다.

[호텔신라 주가와 목표주가 추이]



[투자의견 변동 내역]

일 시	2016.08.12	2023.10.10	2023.10.30	2023.11.01	2023.11.29	2024.01.04
투자의견	투자등급변경	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격		150,000	130,000	130,000	130,000	130,000
일 시	2024.01.29	2024.02.01	2024.02.28	2024.02.29	2024.03.25	2024.03.29
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	100,000	100,000	100,000	100,000	100,000	100,000
일 시	2024.04.09	2024.04.23	2024.04.26	2024.05.02	2024.05.31	2024.06.04
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	100,000	100,000	100,000	100,000	100,000	100,000
일 시	2024.06.28	2024.07.02	2024.07.29	2024.09.27	2024.10.15	2024.11.04
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	100,000	100,000	68,000	68,000	61,000	54,000
일 시	2024.11.15	2025.01.15	2025.01.31	2025.04.09	2025.04.28	2025.05.21
투자의견	Buy	Buy	Hold	Hold	Hold	Hold
목표가격	54,000	54,000	41,000	41,000	41,000	41,000
일 시	2025.06.24	2025.07.08	2025.08.01	2025.09.02	2025.09.22	
투자의견	Hold	Hold	Buy	Buy	Buy	
목표가격	54,000	54,000	58,000	58,000	76,000	

[목표주가 변동 내역별 괴리율]

일자	투자의견	목표주가(원)	괴리율(%)	
			평균주가 대비	최고(최저)주가 대비
2023.10.30	Buy	130,000	-50.78	-47.08
2024.01.29	Buy	100,000	-42.75	-37.10
2024.07.29	Buy	68,000	-30.81	-25.88
2024.10.15	Buy	61,000	-27.42	-24.84
2024.11.04	Buy	54,000	-28.06	-23.98
2025.01.31	Hold	41,000	3.61	28.05
2025.06.24	Hold	54,000	-6.07	-2.96
2025.08.01	Buy	58,000	-15.53	-5.69
2025.09.22	Buy	76,000		

[종목 투자등급]

당사는 개별 종목에 대해 향후 1 년간 +15% 이상의 절대수익률이 기대되는 종목에 대해 Buy(매수) 의견을 제시합니다. 또한 절대수익률 -15~+15%가 예상되는 종목에 대해 Hold(보유) 의견을, -15% 이하가 예상되는 종목에 대해 Sell(매도) 의견을 제시합니다. 밸류에이션 방법 등 절대수익률 산정은 개별 종목을 커버하는 애널리스트의 추정에 따르며, 목표주가 산정이나 투자의견 변경 주기는 종목별로 다릅니다.

[산업 투자의견]

당사는 산업에 대해 향후 1 년간 해당 업종의 수익률이 과거 수익률에 비해 양호한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Positive(긍정적) 의견을 제시하고 있습니다. 또한 향후 1 년간 수익률이 과거 수익률과 유사한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Neutral(중립적) 의견을, 과거 수익률보다 부진한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Negative(부정적) 의견을 제시하고 있습니다. 산업별 수익률 전망은 해당 산업 내 분석대상 종목들에 대한 담당 애널리스트의 분석과 판단에 따릅니다.

[당사 조사분석자료의 투자등급 부여 비중] (기준일: 2025 년 06 월 30 일)

투자등급	매수	중립	매도	합계
금융투자상품의 비중	90.4%	9.6%	0.0%	100.0%