

투자 의견(신규)	매수
목표주가(신규)	55,000원
현재주가(26/10/29)	34,850원
상승여력	57.8%

영업이익(26F, 십억원)	179
Consensus 영업이익(26F, 십억원)	195
EPS 성장률(26F, %)	흑전
MKT EPS 성장률(26F, %)	278.0
P/E(26F, x)	16.5
MKT P/E(26F, x)	5.4
KOSPI	5,937.66
시가총액(십억원)	1,368
발행주식수(백만주)	39
유동주식비율(%)	77.0
외국인 보유비중(%)	18.7
베타(12M) 일간수익률	0.35
52주 최저가(원)	34,800
52주 최고가(원)	69,400
(%)	1M 6M 12M
절대주가	-13.3 -48.5 -29.5
상대주가	0.3 -42.0 -51.6



[유통]
김나미
nami.kim@miraeasset.com

호텔신라

DF1 철수가 곧 증익, 다음은 호텔

투자 의견 매수, 목표주가 55,000원으로 커버리지 개시

동사는 ① DF1 철수로 분기 약 200억원의 영업적자가 사라지고, ② 남은 면세는 저수익 공항 매출이 줄고 알선수수료·임차료가 정상화돼 마진이 회복되며, ③ 객실단가 상승과 운영형 자산 확대로 영업이익률 11~14%인 호텔의 이익 비중이 커지면서 2026년 영업이익이 135억원에서 1,793억원으로 늘어날 전망이다. 목표주가는 2027E EBITDA 3,447억원에 DF1 반납 의결 이후 1년(2025.10~2026.9) 평균 EV/EBITDA 8.8배를 적용하고 순차입금과 리스부채, 우선주 귀속분을 차감했다.

DF1 철수: 분기 200억원 적자 제거

인천공항 DF1은 높은 객당 임차료로 분기 약 200억원의 영업적자를 냈으나 4월 16일 영업을 종료했다. 3Q26 면세 영업이익은 273억원으로 전년 대비 378억원 늘었으나, 고환율 시기에 매입한 재고의 원가 부담과 타이공 비수기, 해외공항 여객 연동 임차료 증가로 영업이익률은 2Q26 4.7%에서 3.6%로 낮아졌다. 2026년 면세 영업이익은 -473억원에서 962억원으로 1,435억원 개선돼 연결 증익(1,658억원)의 87%를 차지할 전망이다. 매출 성장보다 DF1 철수와 판매조건 개선, 해외 손실 축소를 포함한 면세 정상화가 이익 개선을 주도한다.

면세: 매출 감소에도 비용 정상화로 수익성 개선

DF1 철수 이후 면세 매출은 2026년 3.1조원으로 전년 대비 7.0% 감소하지만, 저수익 공항 매출이 줄고 시내·해외 매출 비중이 높아지면서 수익성은 개선될 전망이다. 2Q26 알선수수료는 395억원으로 전년 대비 13.4% 감소해 매출 감소폭 9.1%를 상회했으며, 해외공항 임차료 감면은 홍콩 2026년 말, 싱가포르 계약 종료(2028년 3월)까지 합의됐다. 외형 성장보다 알선수수료와 임차료 등 비용 구조의 정상화가 면세 이익 개선을 견인할 전망이다.

호텔: 객실단가 상승과 운영형 자산 확대

호텔·레저는 3Q26 영업이익률 14.0%로 면세(3.6%)를 크게 웃돌며 연결 영업이익의 51%를 차지했다. 서울신라호텔·신라스테이의 객실단가가 전년 대비 10% 중후반 오르고 가동률은 의도적 상한(3Q26 서울 74%·신라스테이 80%)에 묶여 성장은 단가가 이끈다. 임차·위탁 운영 중심의 신라스테이가 2분기 서울신라호텔 매출을 처

결산기 (12월)	2024	2025	2026F	2027F	2028F
매출액 (십억원)	3,948	4,068	3,926	3,871	4,039
영업이익 (십억원)	-5	14	179	215	248
영업이익률 (%)	-0.1	0.3	4.6	5.5	6.1
순이익 (십억원)	-62	-173	85	129	153
EPS (원)	-1,538	-4,321	2,113	3,226	3,834
ROE (%)	-6.5	-14.5	7.3	10.2	10.9
P/E (배)	-	-	16.5	10.8	9.1
P/B (배)	1.1	1.5	1.1	1.0	0.9
배당수익률 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0

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

Valuation

P/E가 아니라 EV/EBITDA로 본다

동사에는 P/E보다 EV/EBITDA가 적합하다고 판단한다. 첫째, 자본구조를 고려할 필요가 있다. 6월 말 공시 순차입금 6,325억원은 현재 시가총액 1조 3,700억원의 46% 수준이고 리스부채 3,681억원까지 더하면 73%에 이르러, 주주가치만 반영하는 P/E는 동사의 재무 구조를 충분히 반영하기 어렵다.

둘째, 순이익의 변동성이 크다. 이자비용과 상각비가 순이익에 미치는 영향이 크다. 2Q26 사용권자산상각은 190억원으로 전년 동기 213억원보다 줄었으나, DF1은 변동 임차료 비중이 큰 사업장이라 이 감소를 DF1 철수 효과와 동일시하거나 이후 자동으로 확대된다고 가정하지 않았다. 감가상각 전망은 최근 실적 수준을 기준으로 별도 설정했다.

셋째, 과거 P/E 밴드를 적용하기 어렵다. 2025년 적자로 최근 P/E 밴드의 활용도가 낮고, 비교 가능한 과거 구간은 2014~2019년에 한정된다. 그러나 당시에는 DF1 사업이 없었고 호텔 비중도 현재의 20.5%보다 낮아 현재와 사업구성이 다르다.

표 45. Valuation Table

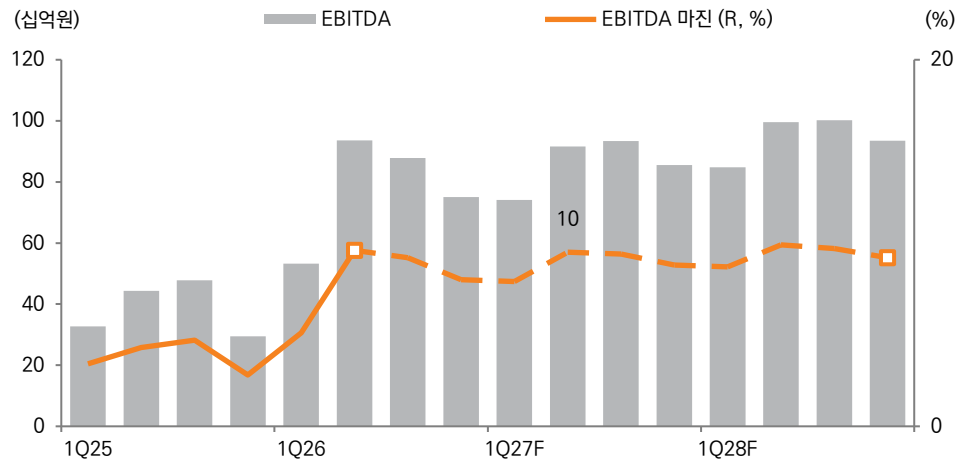
항목	값	비고
2027E EBITDA (억원)	3,447	영업이익 2,148 + 감가상각 1,299(1년 뒤 기준)
목표 EV/EBITDA (배)	8.8	DF1 반납 의결(2025.9) 이후 1년 평균. 현재 2027E 기준 6.6배
목표 EV (억원)	30,329	2027E EBITDA × 목표 EV/EBITDA
순차입금·리스부채 등 (억원)	10,059	조정 순차입금 6,095 + 리스부채 3,681 + 우선주 귀속 283
목표주가 (원)	55,000	(목표 EV - 순차입금·리스부채 등) ÷ 37,161천주(교환 전)
현재주가 (원)	34,800	2026.10.26 종가
상승여력 (%)	58.0	

자료: 미래에셋증권 리서치센터

주: 조정 순차입금 6,095 = 공시 순차입금 6,325 - 단기금융상품 264 + 사용제한 현금 34(교환사채 미교환 가정)

2분기 연결 감가상각비는 324.7억원으로 확인되며, 영업이익 611억원을 더하면 EBITDA는 935.7억원으로 회사가 공시한 936억원과 0.3억원 차이에 불과하다. 2026년 EBITDA는 3,097억원, 2027년은 3,447억원이며, 목표주가에는 2027년 EBITDA를 적용했다. 신세계·현대백화점·BGF리테일에 2027E EPS를 적용한 것과 같은 1년 뒤 기준이다. 분기 감가상각비는 2분기 실적 수준인 324.7억원으로 가정했다. 3분기 감가상각비도 3분기 EBITDA 878억원과 영업이익 552억원의 차이인 약 326억원으로 이 가정과 맞는다. DF1 임차료는 대부분 매출·여객 연동 변동리스료라 사용권자산과 리스부채에 거의 잡혀 있지 않았고(상반기 계약 종료로 제거된 리스부채는 11억원), DF1이 빠진 2분기에도 감가상각비는 1분기 대비 4억원 줄어드는 데 그쳤기 때문이다.

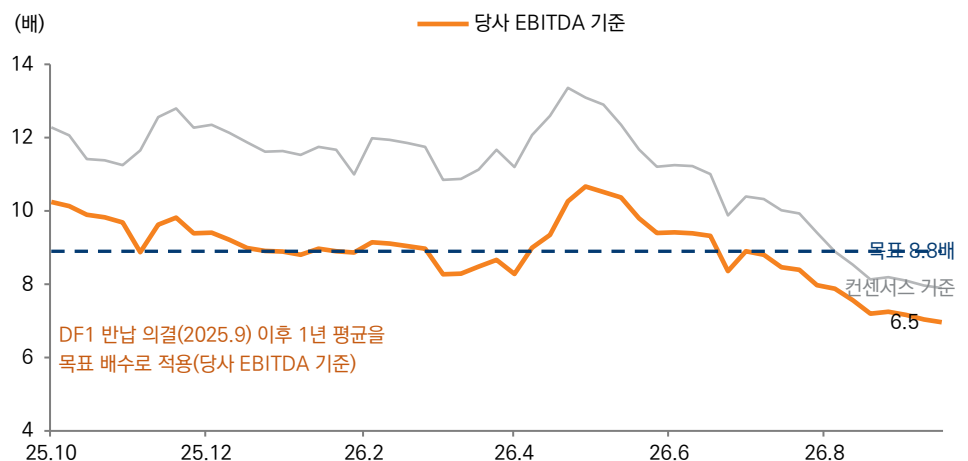
그림 98. 호텔신라 분기 EBITDA와 EBITDA 마진



주: EBITDA = 영업이익 + 감가상각비(사용권자산상각 포함). 4Q26부터 당사 추정(점선). 3Q26 감가상각비는 EBITDA 878억원 - 영업이익 552억원, 이후 분기 감가상각비는 2Q26 실적 수준인 324.7억원으로 가정
 자료: 호텔신라, 미래에셋증권 리서치센터 추정

목표주가 55,000원은 2027E EBITDA(3,447억원)에 DF1 사업권 반납 의결 이후 1년 (2025.10~2026.9) 평균 EV/EBITDA 8.8배를 적용하고 순차입금과 리스부채, 우선주 귀속분을 차감하였다. DF1 반납 의결 이후 비용 정상화 기대가 반영된 구간이 현재 동사의 이익 구조를 반영한다는 판단이다. 8.8배는 월말 EV(리스부채 포함)를 12MF EBITDA로 나눈 값의 평균이다. 3Q26 실적과 수정 전망으로 같은 구간을 다시 계산한 평균은 9.7배(목표주가 63,000원)지만, 분모인 이익 추정 하향에 따른 상승이어서 목표배수에 반영하지 않았다. 목표배수는 추정치 변경만으로 바꾸지 않는다. 현재 2027E 기준 EV/EBITDA는 6.6배며(6월 말 순차입금·리스부채 기준), 목표주가가 교환가액(62,200원)을 밑돌아 교환사채 미교환을 기본으로 했고 전량 교환을 가정해도 목표주가는 55,000원이다.

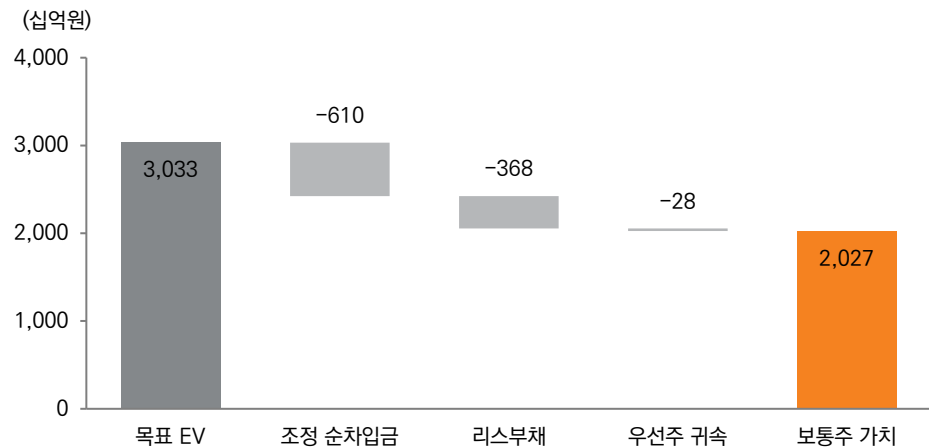
그림 99. 호텔신라 12MF EV/EBITDA와 목표 8.8배



주: EV = 보통주·우선주 시가총액 + 순차입금 + 리스부채. 주황은 당사 12MF EBITDA(해당 분기부터 4개 분기 영업이익 + 감가상각), 회색은 블룸버그 컨센서스 EBITDA 기준. 당사 시리즈는 3Q26 실적 반영 전 추정 기준. 월말
 자료: Bloomberg, 호텔신라, 미래에셋증권 리서치센터 추정

다만 밴드 평균을 넘는 배수는 적용하지 않았다. 2026년 증익의 대부분이 신규 수요 증가 보다 적자 사업장 철수에 따른 비용 구조 정상화에서 발생하기 때문이다. 비용 구조 정상화로 확보된 이익은 지속될 수 있으나, 그 자체로 추가적인 매출 성장을 창출하지는 않는다. 따라서 시내점 매출이 성장 궤도에 진입하고 이를 기반으로 이익이 지속적으로 증가하는 것이 확인되기 전까지는 추가적인 배수 상승을 제한적으로 보는 것이 적절하다고 판단한다. 국내 면세 마진은 3Q26 수준에서 회복을 반영하지 않았고, 환율 원가 정상화에 따른 상향과 홍콩 공항 임차료 감면 종료는 추정이 아닌 민감도로 제시한다.

그림 100. 호텔신라 목표주가 산정: 목표 EV에서 보통주 가치까지



주: 목표 EV = 2027E EBITDA 3,447억원 × EV/EBITDA 8.8배. 보통주 가치 ÷ 평가 보통주 3,716만주(교환사채 미교환 가정)
= 목표주가 55,000원

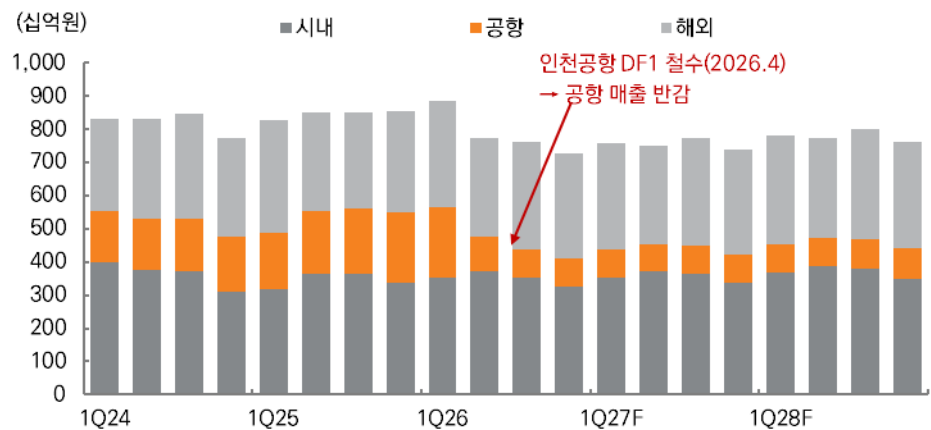
자료: 미래에셋증권 리서치센터 추정

실적 전망

2026년 연결 매출은 DF1 철수와 3분기 시내점 매출 감소(-3.4%)로 전년 대비 3.5% 줄어 3조 9,257억원에 그치지만, 영업이익은 135억원에서 1,793억원으로 증가할 전망이다. 연결 증익의 87%는 철수에 따른 적자 제거를 포함한 면세 정상화에서 나온다. 2027년에는 철수 효과가 연간으로 반영되고 하반기 시내점 매출이 낮은 기저에서 3.2% 증가하면서 영업이익이 2,148억원으로 확대될 전망이다.

면세 영업이익은 2025년 473억원 적자에서 2026년 962억원 흑자로 전환하고, 2028년 1,375억원으로 늘어난다. 채널 재편도 이어져 시내 매출은 2025년 1조 3,833억원에서 2028년 1조 4,824억원으로 늘고 공항은 7,650억원에서 3,500억원으로 줄어든다. 호텔·레저 영업이익은 2025년 609억원에서 2028년 1,106억원으로 확대된다.

그림 101. 호텔신라 면세 채널별 매출 구성



자료: 미래에셋증권 리서치센터

2분기에는 매출총이익률이 1분기 44.1%에서 46.4%로 오르고, DF1 철수로 임차료율은 18.4%에서 14.1%로 내렸다. 반면 매출이 전분기 대비 7.8% 줄어도 인건비 등 고정성 비용은 같은 속도로 줄지 않아 기타판관비율은 23.8%에서 26.0%로 올랐다. 당사는 원화 강세에 따른 재고 원가 부담을 반영해 3~4분기 매출총이익률을 45.0%로 낮췄으며, 4분기 이후 기타판관비율은 26.3~27.0%(비수기인 1분기 27.5~27.8%)로 계산된다.

표 46. 호텔신라 분기 및 연간 실적 전망

(십억원)	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26	3Q26	4Q26F	2024	2025	2026F	2027F
매출액	972	1,025	1,026	1,045	1,054	972	959	941	3,948	4,068	3,926	3,871
면세	827	850	850	855	885	773	760	727	3,282	3,382	3,144	3,022
호텔	116	142	147	158	133	163	169	181	535	563	646	711
생활레저	29	33	29	32	36	36	30	34	131	123	136	138
영업이익	(2)	9	11	(4)	20	61	55	43	(5)	14	179	215
영업이익률 (%)	(0.3)	0.8	1.1	(0.4)	1.9	6.3	5.8	4.5	(0.1)	0.3	4.6	5.5
세전이익	(4)	2	(187)	(41)	12	39	50	26	(47)	(230)	127	177
지배주주순이익	(6)	(1)	(149)	(17)	6	21	38	19	(62)	(173)	85	129

자료: 호텔신라, 미래에셋증권 리서치센터

표 47. 호텔신라 연간 실적 전망

(십억원)	2025	2026F	2027F	2028F
순매출액	4,068	3,926	3,871	4,038
면세(TR)	3,382	3,144	3,022	3,116
시내	1,383	1,404	1,425	1,482
공항	765	483	339	350
해외	1,234	1,258	1,258	1,283
호텔	563	646	711	782
생활레저	123	136	138	141
영업이익	14	179	215	248
영업이익률 (%)	0.3	4.6	5.5	6.1
면세	(47)	96	120	137
호텔·레저	61	83	95	111
세전이익	(230)	127	177	210
지배주주순이익	(173)	85	129	153
EPS (원)	(4,321)	2,113	3,226	3,834

주: 호텔·레저 영업이익은 2Q26부터 회사가 합산 공시해 합산 기준으로 표기. 2025년 공항·해외 분할은 연결주식 지역별 공시 기준. EPS는 지배주주순이익을 발행주식수(보통주·우선주 합계 40,000천주, 자기주식 포함)로 나눈 값으로 표지·재무제표와 같은 기준이며, 목표주가 산출의 평가 보통주 수(37,161천주, 교환사채 미교환 가정)와 다르다. 3Q26 공항·해외 분할은 잠정치.

자료: 호텔신라, 미래에셋증권 리서치센터

EBITDA는 2025년 1,543억원에서 2026년 3,097억원, 2028년 3,770억원으로 증가할 전망이다. EBITDA 마진도 3.8%에서 각각 7.9%, 9.3%로 개선된다. 다만 3분기 EBITDA는 878억원으로 매출 대비 9.2%를 기록해, 2분기 마진 9.6%를 하회했다.

지배주주순이익은 2025년 1,728억원 적자에서 2026년 845억원 흑자로 전환한 뒤, 2027년 1,290억원, 2028년 1,534억원으로 증가할 전망이다. 3분기 당기순이익은 잠정 실적 기준 384억원으로 영업외손익이 당사 예상보다 양호했다. 2026년 순이익에는 2분기 아이파크신라면세점 출자 관련 지분법손실 200억원이 포함돼 있다. 관계기업 장부금액이 0이라 추가 출자가 없는 한 손실 인식은 중단되고, 흑자로 전환하더라도 미인식 누적손실을 메우기 전까지는 이익이 인식되지 않아 3분기 이후 지분법손익은 0으로 가정했다. 지배지분율은 2026년 실적에 근거해 전 기간 100%를 적용했다.

재무구조도 개선되고 있다. 3분기 말 부채비율은 200%로 2025년 말(220%) 대비 20%p 하락했고, 자본은 1조 1,062억원에서 1조 1,451억원으로 증가했다. 6월 말 차입금·사채는 교환사채를 포함해 1조 1,567억원, 현금은 5,241억원으로 순차입금은 6,325억원이다. 올해 만기 회사채는 연초 차환을 완료했으며, 2027년 2월 2,600억원과 4월 1,300억원의 사채 만기에는 영업현금흐름과 일부 차환으로 대응할 것으로 예상된다. 회사도 영업이익 개선에 따른 현금흐름으로 부채비율을 낮추겠다는 방침이다. 6월 말 순차입금을 고정해 비교하면 순차입금/EBITDA는 2025년 실적 기준 4.1배에서 2026년 전망 기준 2.0배로 낮아지고, 6월 말 리스부채 3,681억원을 포함하면 2026년 전망 기준 3.2배다.

투자포인트

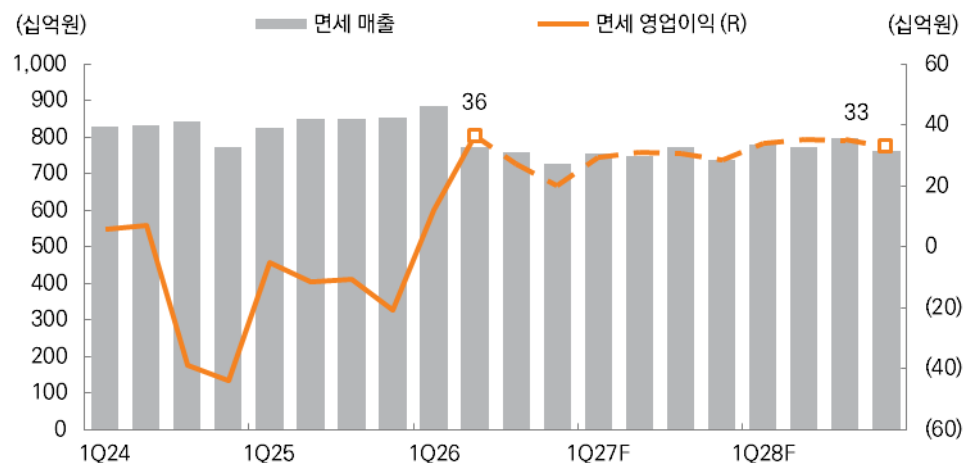
투자포인트 1. 철수가 곧 증익: 분기 200억의 적자 제거

동사 2026년 실적 개선의 핵심은 성장이 아니라 적자 제거다. 인천공항 DF1 사업권은 높은 객당 임차료 부담이 매출총이익을 상회하는 구조였고, 동사는 이 사업장에서만 분기당 약 200억원의 영업적자를 예상하고 있었다. 2026년 4월 16일 영업을 종료하면서 이 부담이 사라졌다. 시장에서는 이 철수로 연간 약 3,300억원 규모의 임차료 부담이 해소된 것으로 보고 있다. 당사 모델의 연결 임차료는 FY25 7,718억원에서 FY27 5,128억원으로 2,589억원 감소하는데, 시내점과 해외공항, DF3의 임차 부담이 남기 때문이다.

실적에서도 개선 효과가 확인됐다. 면세 부문 영업이익은 1분기 122억원에서 2분기 364억원으로 증가했으며, 전년 동기 대비로는 477억원 개선됐다. 이에 따라 면세 영업이익률도 1.4%에서 4.7%로 3.3%p 상승했다. 3분기 면세 영업이익은 273억원으로 전년 동기 대비 378억원 개선됐다.

다만 3분기 면세 영업이익률은 2분기 4.7%에서 3.6%로 낮아졌다. 2분기에 남아 있던 DF1 적자(약 35억원)는 빠졌지만, 타이공 화장품 비수기로 서울·제주 시내점 매출이 줄었고 원/달러 평균 환율이 2분기 1,502원에서 3분기 1,423원으로 내려가 고환율 구간에 매입한 재고의 원가 부담이 커졌다. 해외공항은 객단가가 낮은 여름 여객이 늘면서 여객 연동 임차료가 증가해 매출 증가에도 손익이 악화됐다. 철수에 따른 적자 제거는 확인됐지만, 남은 면세 사업의 수익성은 환율과 여객 구성에 영향을 받는다.

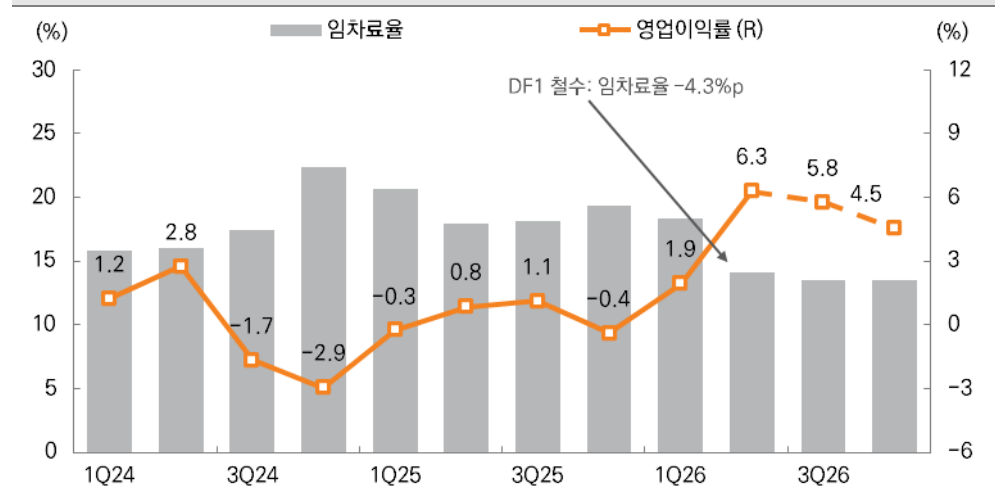
그림 102. 호텔신라 면세 매출과 영업이익



자료: 호텔신라, 미래에셋증권 리서치센터

비용 측면에서도 철수 효과가 확인된다. 연결 임차료는 1분기 1,935억원에서 2분기 1,370억원으로 565억원 감소했다. 다만 임차료 부담이 전부 제거된 것은 아니며, 시내점과 해외공항, DF3 관련 임차료는 지속된다. 따라서 임차료 감소 효과는 2분기에 한 차례 크게 반영된 이후 안정화될 것으로 판단한다.

그림 103. 호텔신라 임차료율과 영업이익률

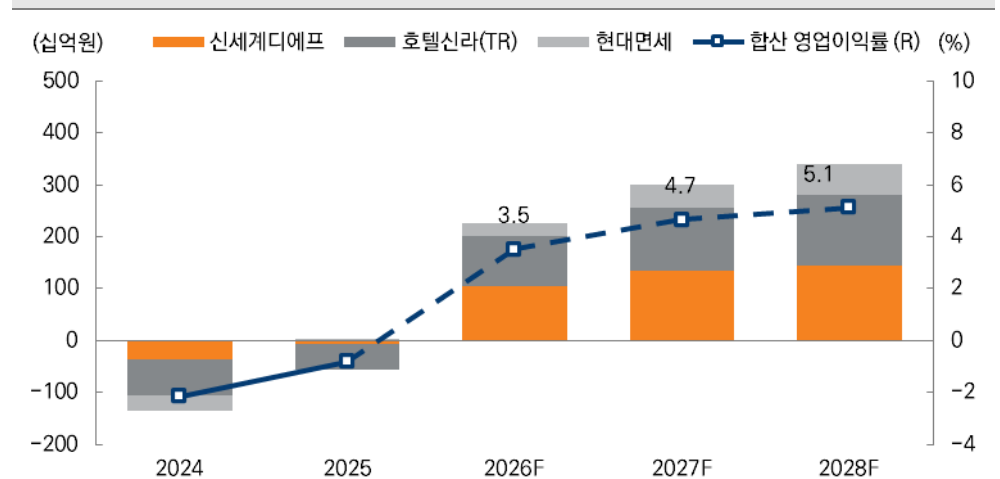


자료: 호텔신라, 미래에셋증권 리서치센터

철수에 따른 추가적인 일회성 비용 부담도 제한적이었다. 회사는 2분기 중 철거비와 재고 이관 등에 따른 일회성 비용이 발생하지 않았다고 확인했으며, 유형자산처분손실도 전년에 이미 반영됐다. 철수한 DF1 구역의 반복적인 임차료 부담은 3분기부터 제거됐다. 마카오 공항점 영업 종료를 포함해 수익성 중심의 사업장 정리가 함께 진행되고 있다.

연간으로는 면세 부문 영업이익이 2025년 473억원 적자에서 2026년 962억원 흑자로 전환하며 1,435억원 개선될 전망이다. 이는 같은 기간 연결 영업이익 증가분 1,658억원의 87%에 해당한다. 즉 연결 증익의 약 87%가 면세에서 발생하며, DF1 철수와 판매조건 개선, 해외 손실 축소를 포함한 면세 정상화가 증익을 주도한다.

그림 104. 면세 3사 영업이익: FY26~28F 증익의 65%가 FY27



주: 연간 면세 부문 영업이익 기준. 호텔신라는 해외 포함 TR 부문. 합산 영업이익률 = 3사 면세 영업이익 합계 ÷ 면세 매출 합계.
자료: 각 사, 미래에셋증권 리서치센터 추정

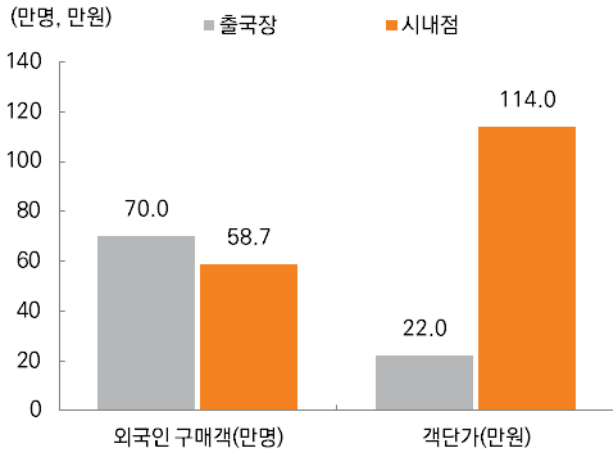
투자포인트 2. 남은 면세는 비용 구조가 다르다

DF1 철수 이후 면세 사업은 시내점(서울·제주·온라인), 인천공항 DF3, 해외공항(싱가포르·홍콩) 중심으로 재편된다. 세 채널은 모두 DF1과 비용 구조가 다르며, 이에 따라 매출 규모보다 임차료와 알선수수료 등 비용 구조가 수익성에 미치는 영향이 커질 것이다.

매출 구성에서도 사업 재편의 방향이 확인된다. 면세 전체 매출은 2025년 3조 3,818억원에서 2026년 3조 1,440억원으로 7.0% 감소할 전망이다. 다만 공항 매출이 7,650억원에서 4,830억원으로 감소하는 동안 시내 매출은 1조 3,833억원에서 1조 4,036억원으로 1.5% 증가하고, 해외 매출은 1조 2,340억원에서 1조 2,577억원으로 소폭 늘어난다. 수익성이 낮았던 공항 채널의 매출이 축소되는 반면 상대적으로 이익 기여도가 높은 시내·해외 채널의 비중이 확대되면서, 외형 감소 대비 수익성은 개선되는 구조다.

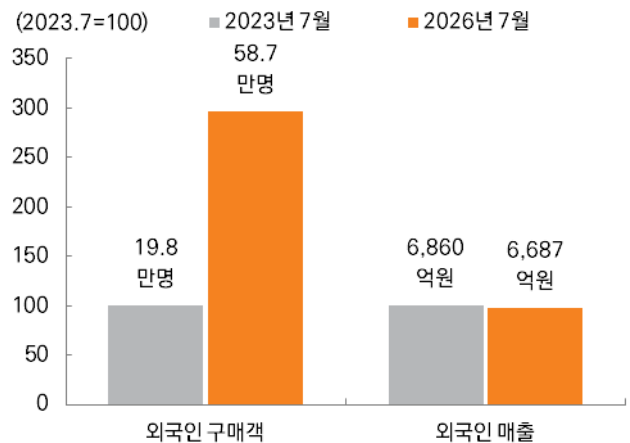
시내점 영업이익률은 3Q26 한 자릿수 중반으로 2분기(한 자릿수 중후반)보다 낮아졌으며, 회사 목표는 한 자릿수 후반 수준의 수익성 안정화다. 수익성의 핵심 변수는 할인율이다. 개별여행객은 5~20%, 단체관광객은 20~30%, 타이공은 40~50%의 할인율이 적용되며, 고객 구성에 따라 평균 할인율은 30% 중후반 수준이다. 할인율 1%p 변동은 매출의 1% 만큼 영업이익에 영향을 주는 직접적 민감도를 갖는다. 3분기 할인율은 2분기보다 소폭 낮아졌지만 30% 중후반이 유지됐고, 회사는 4분기도 같은 수준을 예상한다.

그림 105. 7월 출국장 vs 시내점: 구매객은 많고 객단가는 5분의 1



자료: 한국면세점협회, 미래에셋증권 리서치센터

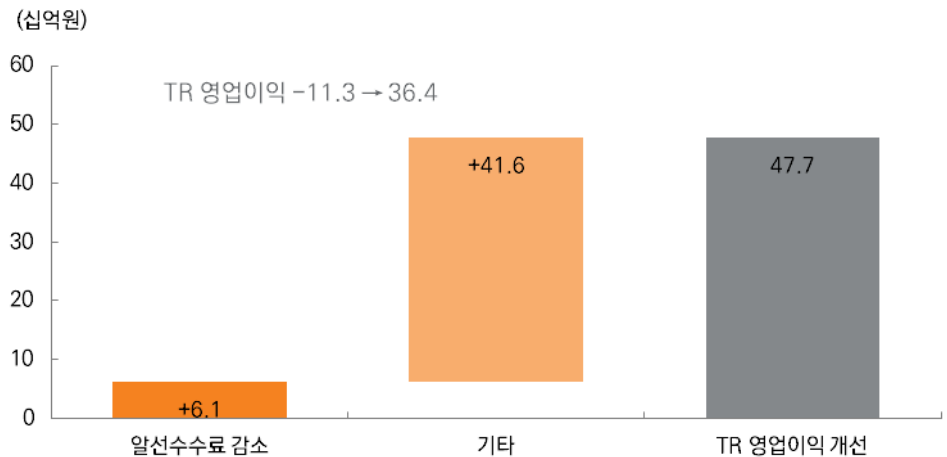
그림 106. 시내점 7월: 외국인 구매객 3배, 매출은 제자리



자료: 한국면세점협회, 미래에셋증권 리서치센터

최근에는 할인 관련 비용의 감소가 확인되고 있다. 2분기 연결 기준 알선수수료는 395억원으로 전년 동기 456억원 대비 13.4% 감소했으며, 같은 기간 면세 매출 감소폭인 9.1%보다 감소폭이 컸다. 이는 매출 감소에도 불구하고 매출 확보를 위해 지급하는 비용이 더 빠르게 감소하고 있음을 의미한다. 국내 면세 3사 중 이 계정을 분리 공시하는 곳은 동사가 유일해, 타이공 거래 비용의 실제 축소 여부를 확인할 수 있는 드문 지표다.

그림 107. 호텔신라 TR 2Q26 영업이익 개선 477억원 중 알선수수료는 61억원



주: 기타 = TR 영업이익 개선 - 알선수수료 감소(임차·운영비 축소, 매출총이익 변화 등)
 자료: 호텔신라, 미래에셋증권 리서치센터

해외공항은 임차료 감면 여부가 수익성의 핵심 변수다. 매출의 약 5% 수준인 감면은 홍콩 2026년 말, 싱가포르 계약 종료(2028년 3월)까지 합의됐다. 감면 수준이 종전과 비슷해 추가 개선 요인은 아니다. 홍콩은 2027년 9월 계약 종료를 앞두고 2027년 1월 입찰(결과 4~5월)이 예정돼 있으며, 회사는 손익분기 이상 조건으로 응찰할 계획이다.

당사의 면세 영업이익률은 국내(시내·DF3)와 해외를 나눠 추정한 결과값으로 4Q26F 2.8%, 2027년 4.0%, 2028년 4.4%다. 3Q26 국내 이익률은 해외를 -1.5%로 보면 약 7.4%다. 도매 비중이 2분기 57%에서 3분기 53%로 낮아졌는데도 이익률이 하락해, 이번 마진 하락은 고객 구성보다 원가 요인이 컸다. 4Q26F는 회사가 3분기보다 어려운 영업환경을 제시해 국내 6.5%, 해외 -2.0%를 적용했다. 2027~2028년 국내 이익률은 3분기 수준인 7.5%로 두고 추가 회복은 반영하지 않았다. 회사가 언급한 환율 원가 정상화가 확인되면 8.0%까지 올라갈 수 있다. 해외는 홍콩 임차료 감면의 2027년분이 아직 확정되지 않아 2027년 -1.0%를, 홍콩 재입찰 이후 손익분기 수준을 가정해 2028년 0%를 적용했다.

표 48. 면세 3사 정상화 단계 비교

구분	신세계디에프	호텔신라(TR)	현대면세
2Q26 영업이익률 (%)	6.1	4.7	2.0
FY26F 영업이익률 (%)	5.1	3.1	1.9
FY28F 영업이익률 (%)	7.1	4.4	3.9
개선폭 FY26F→28F (%p)	1.9	1.4	2.0
영업이익 증가 FY26F→28F (십억원)	37.7	41.3	34.1
증익 중 FY27 반영 비중 (%)	76.6	57.0	61.1
연결 증익 중 면세 비중 (%)	12.9	60.0	20.1
정상화 단계	고비용 구역 철수 후 잔존 사업 수익성 제고	철수 효과·거래 비용 개선이 연결 이익에 반영	신규 구역 이익 기여 확대·시내점 적자 축소
핵심 동인	할인율 축소, DF2 철수 (월 약 80억원 손익 개선)	DF1 철수, 알선수수료·임차료 부담 완화	DF2 객당 단가 5,394원 (직전 9,020원), 동대문점 종료

주: 순매출 기준. 연결 증익 중 면세 비중의 연결은 신세계·호텔신라·현대백화점
 자료: 각 사, 미래에셋증권 리서치센터 추정

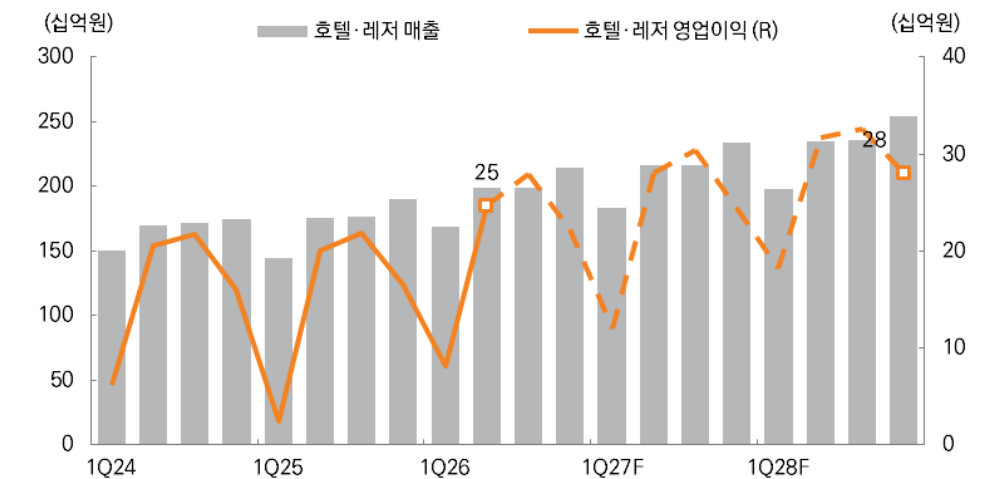
투자포인트 3. 호텔이 이익률을 끌어올린다

호텔·레저는 매출 비중이 3분기 기준 20.7%에 그치지만 이익 기여도는 높다. 3분기 호텔·레저 영업이익은 279억원으로 면세 영업이익 273억원보다 많았고 연결 영업이익의 51%를 차지했다. 영업이익률은 14.0%로 면세 3.6%를 크게 웃돈다. 매출 비중도 전년 동기 17.2%에서 3.5%p 올랐다. 코로나 국면에서 경쟁 호텔들이 폐업하며 공급이 줄어든 반면 수요가 회복되면서 최근 3년간 호텔 업황이 양호한 수준을 유지하는 것으로 보인다.

객실단가 상승이 매출 성장을 견인하고 있다. 신라스테이는 1분기와 2분기 평균객실단가가 전년 대비 10% 중반 이상 상승했으며, 서울신라호텔도 객실단가 상승폭이 지난해 10% 초반에서 올해 10% 후반으로 확대됐다. 제주신라호텔 역시 지난해 보합 수준에서 올해 10% 내외 상승으로 전환했다. 3분기에도 평균객실단가는 서울 10% 후반, 제주 10% 초반, 신라스테이 10% 중반 올랐다. 객실가동률은 3분기 기준 서울 74%, 제주 80%, 신라스테이 80%로, 이는 혼잡도를 고려한 의도적 상한이라 추가 상승 여력보다는 단가로 성장하는 구조다. 서울 시내 호텔 공급 부족이 이어지는 한 객단가 상승 여력은 유지된다.

호텔 사업 내에서도 운영형 자산의 비중이 확대되고 있다. 2분기 부문 매출은 신라스테이 722억원, 서울신라호텔 702억원, 레저 363억원, 제주신라호텔 191억원 순으로, 신라스테이가 서울신라호텔을 처음 앞질렀고, 3분기에도 신라스테이(709억원)가 서울신라호텔(674억원)을 웃돌았다. 신라스테이는 임차·위탁 운영 비중이 높아 초기 투자 부담이 작은 상태로 외형을 늘리는 구조라는 점에서, 부문 성장의 축이 자산집약적 호텔에서 운영형 모델로 옮겨가고 있음을 보여준다.

그림 108. 호텔신라 호텔·레저 매출과 영업이익

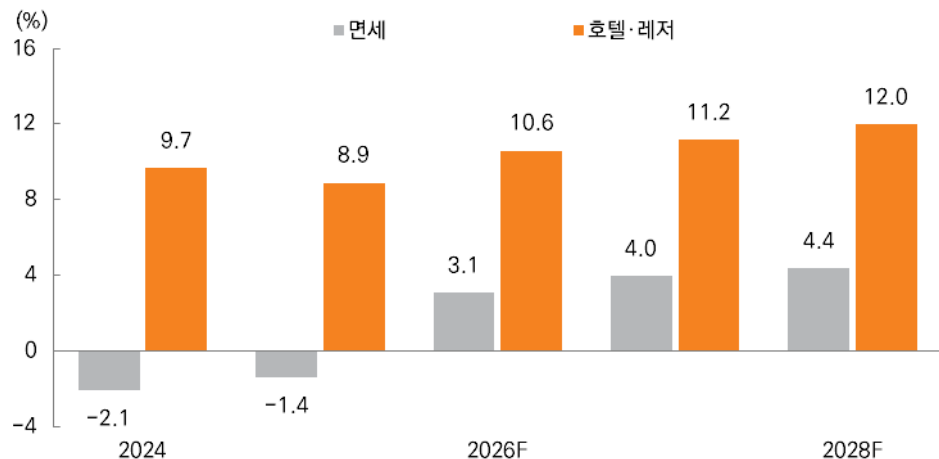


자료: 미래셋증권 리서치센터

신규 출점도 중기적인 성장 요인이다. 지난해 신라모노그램 강릉을 개장했으며, 올해 상반기 중국 옌청과 시안에 각각 한 곳씩 진출했고 10월 23일 베트남 하노이에 신라모노그램(319실)을 개장했다. 해외 신규점은 위탁운영 방식으로 투자 부담이 상대적으로 낮아 추가 출점이 수익성에 기여할 가능성이 있다. 회사는 운영 여력이 허용하는 범위에서 연간 1~2개 출점을 이어갈 계획이다.

당사는 인바운드 증가가 지속되는 경우 객실단가 상승도 2027년까지 이어질 것으로 전망한다. 호텔·레저 매출은 2026년 7,817억원에서 2028년 9,228억원으로 연평균 8.7%(호텔 10.0%) 성장하고, 영업이익은 831억원에서 1,106억원으로 증가할 것으로 추정한다. 호텔·레저 합산 영업이익 증가율은 2026년 36%로 회사 가이드نس(20% 이상)를 크게 웃돌고 2027년 14%, 2028년 16%로 가정했다. 회사의 이익 증가율 20% 이상 가이드نس는 2026년 기준이며, 회사는 4분기 서울·스테이 매출이 각각 10% 이상 늘고 2027년 상반기에도 성장이 이어질 것으로 본다(하반기 수치는 미제시). 2027년 14%는 비수기인 1분기 영업이익률을 실적(1Q24 5.0%·1Q25 2.5%·1Q26 6.0%)에 맞춰 8.0%로 두고, 최근 2년 4분기 합산 영업이익률이 3분기보다 3.5~3.8%p 낮았던 계절성을 반영해 4분기를 11.0%로 둔 당사 추정이며, 2~3분기는 13.0~14.3%를 적용했다.

그림 109. 호텔신라 사업부별 영업이익률: 호텔·레저가 면세의 두 배 이상



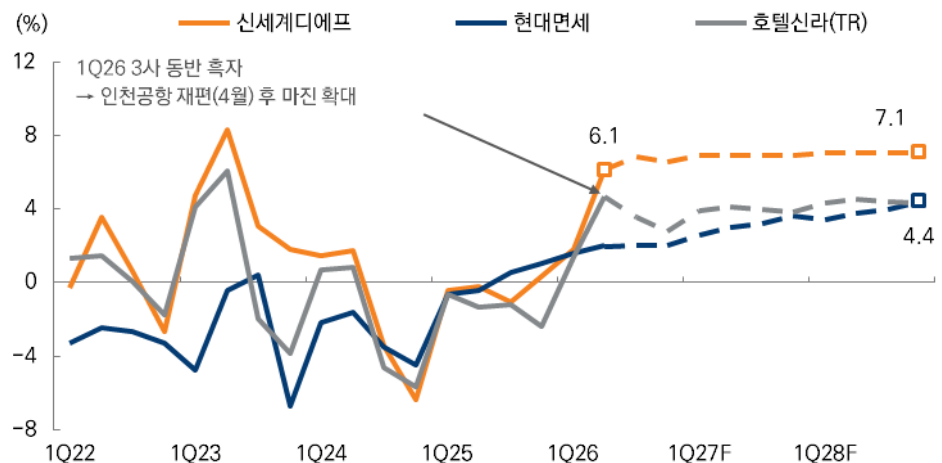
주: 2026F부터 당사 추정. 호텔·레저 = 호텔 + 생활레저
 자료: 호텔신라, 미래에셋증권 리서치센터 추정

실적리뷰

3Q26 Review: 면세 마진은 낮아졌고 호텔이 보완했다

3Q26 연결 매출은 9,590억원(YoY -6.5%), 영업이익은 552억원(+382.4%)으로 당사 추정(659억원)을 16.3% 밑돌았다. TR 부문 매출은 7,603억원(-10.5%)으로 국내 시내점 매출이 3.4%, 공항점 등 매출이 15.9% 감소했고, 영업이익은 273억원으로 전년 104억원 적자에서 흑자 전환했으나 추정치보다 129억원 낮았다. 영업이익률은 3.6%로 2분기 4.7%보다 낮아졌다. 타이공 화장품 비수기로 서울·제주 시내점 매출이 줄었고, 원화 강세로 교환율 구간에 매입한 재고의 원가 부담이 커졌다. 인천 DF3는 4분기 예정 브랜드 보상 일부가 3분기에 반영돼 전분기 수준의 손익을 냈다. 호텔&레저 부문은 매출 1,987억원(+12.8%), 영업이익 279억원(+28.0%)으로 서울호텔 +9.4%, 제주호텔 +9.9%, 신라스테이 +19.0%, 레저 +4.1%의 매출 성장을 기록했으며 객실가동률은 서울 74%, 제주 80%, 신라스테이 80%였다.

그림 110. 면세 3사 분기 영업이익률



주: 호텔신라는 3Q26 실적, 신세게디에프·현대면세는 3Q26부터 당사 추정(점선)

자료: 각 사, 미래에셋증권 리서치센터 추정

잠정 공시 기준 당기순이익은 384억원으로, 영업이익이 추정치를 밑돌았지만 당사 추정(386억원)과 비슷했다. 잠정 공시 세전이익 503억원 기준 영업외손익은 -49억원으로 당사 가정(-130억원)보다 양호했고, 법인세는 119억원(유효세율 23.7%)이다. 3분기 EBITDA는 878억원(EBITDA/매출 9.2%)으로 감가상각비는 약 326억원이다.

4Q26 전망

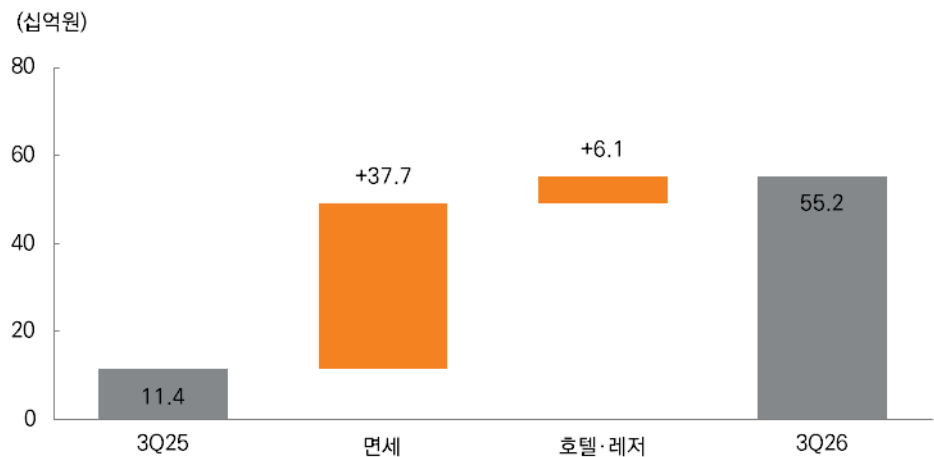
당사는 4Q26 연결 매출을 9,414억원(YoY -9.9%), 영업이익을 426억원(전년 동기 -41억원)으로 추정한다. 회사는 패션·시즌 상품의 재고 원가 반영 시차와 해외 사업장의 계절적 비수기로 TR 영업환경이 3분기보다 어려울 것으로 전망했고, 3분기에 앞당겨 반영된 브랜드 보상도 4분기에는 반복되지 않는다. 이를 반영해 면세 영업이익률을 2.8%(국내 6.5%, 해외 -2.0%, 면세 영업이익 203억원)로 낮췄다. 11월 중국 노선 증편에 따른 개별 관광객 증가는 상방 변수다. 호텔·레저는 서울·스테이 매출이 각각 10% 이상 늘 것이라는 회사 전망과 추석 이동에 따른 연회 기저 효과를 반영해 호텔 매출 +14.5%(호텔·레저 합산 +12.8%)를, 최근 2년 4분기 계절성을 반영해 호텔 영업이익률 11.0%를 적용했다(부문 영업이익 223억원). 확인 변수는 국내·해외 손익 분할, 재고 원가율, 홍콩 공항의 2027년 감면 여부다.

표 49. 호텔신라 3Q26 실적과 4Q26F 전망

구분	값	비고
3Q26 연결 매출	9,590억원	YoY -6.5%, 추정 9,502억원
3Q26 영업이익	552억원	추정 659억원 대비 -16.3%
3Q26 면세 영업이익	273억원	영업이익률 3.6% (추정 5.4%, 2Q26 4.7%)
3Q26 호텔·레저 영업이익	279억원	영업이익률 14.0% (추정 257억원)
4Q26F 영업이익	426억원	면세 203억원(영업이익률 2.8%), 호텔·레저 223억원
4Q26F 면세 영업이익률	국내 6.5%	해외 -2.0%

자료: 미래에셋증권 리서치센터 추정

그림 111. 호텔신라 3Q26 영업이익 전년 대비: 면세가 증익의 대부분



주: 3Q26 실적, 인천공항 DF1 4/16 영업 종료 후 첫 온기 분기

자료: 호텔신라, 미래에셋증권 리서치센터 추정

기업 개요

동사는 면세(TR)와 호텔·레저 두 부문을 운영한다. 면세는 서울·제주 시내점과 온라인, 인천공항 DF3, 싱가포르·홍콩 공항점으로 구성되며, 2026년 4월 인천공항 DF1 영업을 종료하고 마카오 공항점도 정리해 저수익 공항 사업장을 줄였다. 호텔·레저는 서울·제주 신라호텔과 비즈니스호텔 신라스테이, 레저 사업으로 구성되며, 신라스테이는 임차·위탁 운영 중 심이라 초기 투자 부담이 작다. 2026년 연결 매출 3.93조원 중 면세가 3.14조원(80%), 호텔·레저가 7,817억원(20%)을 차지할 전망이며, 면세 매출은 시내 1.40조원, 해외 1.26조원, 공항 0.48조원 순이다. 호텔·레저의 영업이익률은 3Q26 14.0%로 면세(3.6%)를 크게 웃돌아, 매출 비중에 비해 이익 기여가 크다. DF1 적자 제거가 2026년 증익의 대부분을 만들고, 이후에는 시내점 마진 유지와 호텔 객실단가 상승이 이익 성장을 이끄는 구조다.

리스크

시내점 외형 회복 지연. DF1 철수로 이익 기반은 갖췄으나 시내면세점 외형은 방한 외국인 증가 속도를 따라가지 못하고 있다. 매출이 줄어드는 동안 인건비·외주용역비는 같은 속도로 줄지 않아 2분기 기타판관비율이 23.8%에서 26.0%로 올랐다. 3분기 시내점 매출은 전년 대비 3.4% 줄었으며, 시내점 회복이 늦어지면 이 부담도 길어진다.

국내 면세 마진. 3분기에 원화 강세에 따른 재고 원가 부담이 실제 손익에 반영됐고, 회사는 패션·시즌 상품의 긴 재고 회전 때문에 4분기에도 원가 부담이 이어질 것으로 본다. 2027년 국내 면세 영업이익률 가정 7.5%는 3분기 수준이며, 1%p 낮아지면 목표주가는 약 50,000원, 환율 원가 정상화로 8.0%가 되면 약 57,000원이다.

해외공항 임차료와 계약 만기. 매출의 약 5% 수준인 해외공항 임차료 감면은 홍콩 2026년 말, 싱가포르 2028년 3월까지 합의됐으나 홍콩의 2027년분은 미확정이다. 홍콩 감면이 2027년 1~3분기에 적용되지 않으면 목표주가는 약 51,000원이다. 홍콩(2027년 9월)과 싱가포르(2028년 3월) 계약 만기 이후의 매출·이익은 재입찰 결과에 따라 달라진다.

교환사채. 자기주식 5.3%는 교환사채(교환가액 62,200원)의 교환 대상이다. 주가가 교환가액을 밑돌면 풋옵션 행사로 최대 1,294억원의 현금이 유출될 수 있고, 웃돌면 교환으로 유통 주식이 약 208만주 늘어난다.

호텔신라 (008770)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	2025	2026F	2027F	2028F
매출액	4,068	3,926	3,871	4,039
매출원가	2,248	2,155	2,104	2,183
매출총이익	1,820	1,770	1,767	1,856
판매비와관리비	1,806	1,591	1,552	1,608
조정영업이익	14	179	215	248
영업이익	14	179	215	248
비영업손익	-244	-52	-38	-38
금융손익	7	-32	-25	-22
관계기업등 투자손익	0	0	0	0
세전계속사업손익	-230	127	177	210
계속사업법인세비용	-57	42	48	57
계속사업이익	-173	85	129	153
중단사업이익	0	0	0	0
당기순이익	-173	85	129	153
지배주주	-173	85	129	153
비지배주주	0	0	0	0
총포괄이익	-178	88	129	153
지배주주	-178	88	129	153
비지배주주	0	0	0	0
EBITDA	154	310	345	377
FCF	50	250	237	259
EBITDA 마진율 (%)	3.8	7.9	8.9	9.3
영업이익률 (%)	0.3	4.6	5.5	6.1
지배주주귀속 순이익률 (%)	-4.2	2.2	3.3	3.8

예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	2025	2026F	2027F	2028F
유동자산	1,401	1,338	1,329	1,500
현금 및 현금성자산	338	381	339	466
매출채권 및 기타채권	206	186	192	201
재고자산	526	474	490	512
기타유동자산	330	298	308	322
비유동자산	2,140	2,071	2,083	2,098
관계기업투자등	0	0	0	0
유형자산	1,519	1,516	1,527	1,538
무형자산	22	18	13	10
자산총계	3,541	3,409	3,412	3,598
유동부채	1,298	1,241	1,114	1,146
매입채무 및 기타채무	265	239	247	258
단기금융부채	624	635	487	490
기타유동부채	409	368	380	397
비유동부채	1,137	970	971	973
장기금융부채	1,059	883	883	883
기타비유동부채	78	87	88	90
부채총계	2,435	2,211	2,086	2,119
지배주주지분	1,106	1,197	1,326	1,480
자본금	200	200	200	200
자본잉여금	206	207	207	207
이익잉여금	55	140	269	422
비지배주주지분	0	0	0	0
자본총계	1,106	1,197	1,326	1,480

예상 현금흐름표 (요약)

(십억원)	2025	2026F	2027F	2028F
영업활동으로 인한 현금흐름	104	304	291	313
당기순이익	-173	85	129	153
비현금수익비용가감	165	230	202	208
유형자산감가상각비	134	125	126	126
무형자산상각비	7	6	4	3
기타	25	100	72	79
영업활동으로 인한 자산및부채의 변동	106	5	-2	-3
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	92	-26	-3	-3
재고자산 감소(증가)	98	62	-16	-22
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	-39	-16	6	9
법인세납부	-9	-25	-48	-57
투자활동으로 인한 현금흐름	-104	-11	-68	-73
유형자산처분(취득)	-53	-39	-54	-54
무형자산감소(증가)	1	0	0	0
장단기금융자산의 감소(증가)	-142	46	-14	-19
기타투자활동	91	-19	0	0
재무활동으로 인한 현금흐름	-30	-255	-264	-113
장단기금융부채의 증가(감소)	25	-166	-148	3
자본의 증가(감소)	0	1	0	0
배당금의 지급	0	0	0	0
기타재무활동	-56	-90	-117	-116
현금의 증가	-32	43	-42	127
기초현금	370	338	381	339
기말현금	338	381	339	466

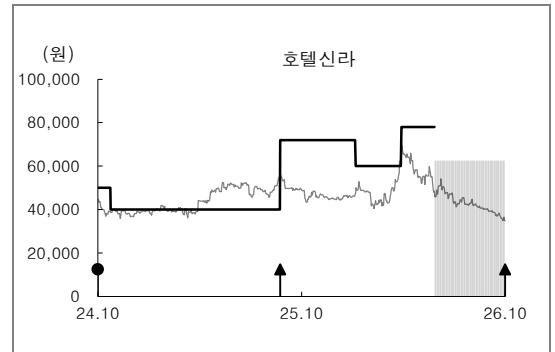
자료: 호텔신라, 미래에셋증권 리서치센터

예상 주당가치 및 valuation (요약)

	2025	2026F	2027F	2028F
P/E (x)	-	16.5	10.8	9.1
P/CF (x)	-	4.4	4.2	3.9
P/B (x)	1.5	1.1	1.0	0.9
EV/EBITDA (x)	18.3	7.3	6.2	5.3
EPS (원)	-4,321	2,113	3,226	3,834
CFPS (원)	-184	7,863	8,281	9,034
BPS (원)	30,267	32,483	35,709	39,543
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	-3.5	-1.4	4.3
EBITDA증가율 (%)	21.4	100.7	11.3	9.4
조정영업이익증가율 (%)	흑전	1,227.3	19.8	15.5
EPS증가율 (%)	적지	흑전	52.6	18.9
매출채권 회전율 (회)	48.5	50.6	51.8	52.0
재고자산 회전율 (회)	7.1	7.9	8.0	8.1
매입채무 회전율 (회)	10.9	11.1	11.2	11.2
ROA (%)	-4.7	2.4	3.8	4.4
ROE (%)	-14.5	7.3	10.2	10.9
ROIC (%)	-2.1	6.5	7.8	9.0
부채비율 (%)	220.1	184.7	157.3	143.2
유동비율 (%)	107.9	107.8	119.3	130.9
순차입금/자기자본 (%)	95.1	72.9	57.1	42.0
조정영업이익/금융비용 (x)	0.2	4.1	6.4	7.6

투자의견 및 목표주가 변동추이

제시일자	투자의견	목표주가(원)	과리율(%)	
			평균주가대비	최고(최저)주가대비
호텔신라 (008770)				
2026.10.30	매수	55,000	-	-
2026.06.26	분석 대상 제외		-	-
2026.04.27	매수	78,000	-25.61	-11.03
2026.02.04	매수	60,000	-21.41	3.83
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



* 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(◆), 추가(—), 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
89.66%	0%	9.77%	0.57%

* 2026년 09월 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.