

2025. 07. 01

금융으로
만나는 새로운 세상

IBKS Industry Report

Big Shortage!

IBKS만이 쓸 수 있는 호텔 보고서

유통·식자재/지주 남 성 현

02) 6915-5672

rockrole@ibks.com



IBK기업은행 금융그룹

IBK투자증권

본 조사분석자료는 당사 리서치본부에서 신뢰할 만한 자료 및 정보를 바탕으로 작성한 것이나 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으며, 과거의 자료를 기초로 한 투자참고 자료로서 향후 주가 움직임은 과거의 패턴과 다를 수 있습니다. 고객께서는 자신의 판단과 책임하에 종목 선택이나 투자시기에 대해 최종 결정하시기 비라며, 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권 투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

CONTENTS

호텔 슈퍼사이클 도래	3
늘어나는 수요, 멈춰버린 공급.....	3
1. 호텔시장 분석.....	5
2025년 1분기 실적은 시장 기대치 상회.....	5
2. 공급 부족은 진행 중	7
공급부문 해결은 제한적, 공급우위 지배력은 당분간 이어질 전망	7
3. 수요부문 투자포인트 3가지.....	10
(1) 내국인 호텔 숙박 수요 확대.....	10
(2) 2019년을 상회하는 인바운드 증가.....	12
(3) 내국인 수요의 구조적 확대 가능성.....	15
4. 수익성 지표 점검.....	18
(1) ADR 역사적 최고 수준	18
(2) RevPAR가 주는 의미.....	19
(3) 구조적 수익성 개선 이어질 전망	20
5. 어떤 지역이 좋을까?	21
(1) 서울 호텔 시장은 가장 강력한 사이트.....	21
(2) 국내 주요 관광지 수요 증가 기대.....	23
6. 어떤 호텔 업체를 선택해야 할까?	24
기업분석	27
호텔신라(008770).....	28
GS피앤엘(499790)	34
서부T&D(006730).....	38

호텔 슈퍼사이클 도래

늘어나는 수요, 멈춰버린 공급

수요 증가, 공급 감소로
호텔업 호황은 예정된 미래

지난 2023년 7월 10일 당사에서는 ‘Seoul Hotels, Come Buy!’라는 보고서를 통해 코로나19 이후 침체되었던 호텔산업이 공급 감소로 인해 다시 회복한다는 전망 보고서를 작성하였다. 해당 보고서에서는 특히, 서울 호텔의 수요 회복과, 공급 제한에 초점을 맞춰 회복에서 그치는 것이 아니라, 향후 호텔업의 호황기를 전망한 바 있다.

2025년 호텔 공급 제한
지속, 이후 장기적 유지

이번 보고서에서도 당사는 호텔 공급물량 제한이 지속될 것으로 보고 있으며, 동 추세는 2025년 이후 장기적으로 유지될 것으로 분석하고 있다. 그러한 이유는 ▶ 건설원가의 급격한 상승에 따라 신규 공급에 대한 부담이 있고, ▶ 주요 고객층이 외국인이라는 점에서 점진적으로 수요가 증가하는 구조이기 때문이다.

호텔과 객실수는 이미
감소하는 상황

2019년 국내 호텔수는 1,049개, 객실수는 131,341개 수준이었다. 2023년 기준 호텔수는 1,086개, 객실수는 137,246개로 5년전에 비해 소폭 증가하는데 그쳤다. 국내 호텔시장의 주요 지역인 서울의 경우 2019년 호텔수 333개, 객실수 53,664개에서 2023년 호텔수 313개, 객실수 52,517개로 오히려 공급이 감소한 상황이다. 숙박시설 인허가 건수를 감안하면 추가적인 공급은 쉽지 않을 것으로 판단한다.

반면, 수요는 증가
1) 내국인 호텔 수요 증가
2) 외국인 인바운드 증가
3) 저성장, 고령화 환경

수요 측면에서, 주요 포인트는 3가지로 1) 내국인 호텔 수요 증가, 2) 2019년을 상회하는 외국인 인바운드(관광객) 증가, 3) 저성장, 고령화에 따른 내국인 수요의 구조적 확대 가능성이다. 이미 소득 수준 상승에 따라 국내 관광 숙박소비 금액 중 호텔이 차지하는 비중이 지속적으로 증가하고 있으며, 향후에도 저성장과 고령화에 따라 구조적으로 내국인 호텔수요 증가를 전망한다.

외국인 수요 구조적 변화
1) 중국 비중 감소
2) 방한 국가 다변화

외국인 인바운드 수요도 구조적으로 변하고 있다. 2024년 방한 중국인수는 460만명으로 2019년 602만명 대비 76.4%에 불과하다. 반면 중국을 제외한 방한 외국인수는 1,177만명으로 2019년 1,148만명을 2.5% 상회하는 수치를 기록하고 있다. 과거 국내 관광이 쇼핑을 중심으로 이루어졌다면 현재는 여행 및 문화를 경험할 수 있는 관광지로 인식이 변해가고, 해외여행객이 과거 중국인 중심에서 다양한 국가들로 확대되고 있어 국내 여행 및 호텔 수요가 과거에 비해 더 안정화 되었다고 판단한다.

역대급 수익성 기록 전망
가격, 투숙률 동시 증가중

주요 호텔 업체들의 ADR은 역대 최대 수준을 기록하고 있는 것으로 파악한다. CBRE가 분석한 자료에 따르면 2023년 서울호텔의 ADR은 22.6만원으로 2022년 18.6만원을 +21.5% 상회하였고, 2024년 1분기 동 수치는 21.3만원으로 2023년 1분기를 +7% 넘어서는 수치를 달성하였다. 더욱 주목되는 부분은 RevPAR의 상승이 ADR 상승을 넘어서고 있다는 점이다. 2023년 RevPAR는 16.2만원으로 전년대비 +42.1% 증가하였다. 수요 증가 및 공급 부족이 가격과 투숙률을 동시에 상승시키고 있는 것이다. 수요 증가분을 감안할 경우 2025년 ADR은 보수적으로 5% 이상 증가할 것으로 추정한다. 또한, 올해 하반기 중국인 무비자 입국 허용에 따른 효과도 기대된다.

서울호텔 공급 감소 심화
특히, 3~5성급 부족

구조적 성장기가 이어질 것으로 예상되는 가운데 서울 호텔 시장의 호황을 가장 크게 기대한다. 그 이유는 공급 감소 효과가 극대화 될 가능성이 높기 때문이다. 특히, 방한 관광객을 수용할 수 있는 3~5성급 호텔 공급이 줄어들고 있다는 점에서 더욱 긍정적이다. 2027년까지 예정되어 있는 호텔 파이프라인은 CAGR +0.5% 수준으로 알려져 있고, 이마저도 대부분은 하이엔드급 호텔이다.

지방권으로 온기 확대

서울을 제외하고도 주요 관광지의 호텔 시장 성장 가능성은 높은 것으로 판단한다. 그렇게 생각하는 이유는 1) 내국인 수요 확대 가능성과, 2) 방한 외국인 여행 영역이 확대되고 있는 추세이기 때문이다. 김해공항 및 부산항 등을 통한 입국자수가 빠르게 증가하고 있다는 점에서 서울 중심 여행에서 지방권으로 온기가 확대되고 있는 것으로 판단된다.

호텔업체 선택 조건

- 1) 높은 서울 비중
- 2) 높은 3~4성급 비중
- 3) 파이프라인 확장 계획

그렇다면 어떤 호텔 업체들의 성장성이 높을까? 당사에서는 크게 3가지의 조건을 충족하는 업체에 주목할 것을 권고한다. 1) 서울 비중이 높고, 2) 3~4성급 호텔 비중이 높으며, 3) 파이프라인 확장 계획을 가지고 있는 업체이다. 이 중 가장 중요한 사항으로는 파이프라인 확장 계획의 여부이다.

호텔신라: 장기적으로
다수의 파이프라인 보유
GS피앤엘: 나인트리
브랜드를 통한 성장
서부T&D: 80%를 상회하는
3~4성급 비중

이러한 관점에서 호텔신라, GS피앤엘, 서부T&D를 추천한다. 호텔신라는 5성급 호텔 비중과 다양한 지역으로 포트폴리오가 분산되어 있지만, 장기적으로 다양한 파이프라인을 통해 성장 가능성이 높은 것으로 판단하고 있다. GS피앤엘은 '나인트리'를 통해 안정적인 성장을 예상하고 있지만, 파이프라인이 상대적으로 약한 것으로 평가한다. 서부T&D는 3~4성급 비중이 높아 최근 높은 실적 성장세를 구가하고 있다. 하지만, 추가적인 프로젝트가 제한되는 상황이고, 디벨로퍼로써 기능에 집중하고 있다는 점에서 시장 성장률을 넘어서기란 쉽지 않을 것으로 전망한다.

1. 호텔시장 분석

2025년 1분기 실적은 시장 기대치 상회

2025년 국내 호텔 시장
호황 지속

코로나 이후 성장세를 구가하고 있는 국내 호텔시장의 성장세는 2025년에도 이어지고 있다. 국내 주요 호텔 상장사 1분기 영업실적을 분석해보면 매출액은 전년동기대비 +6.7%, 영업이익은 -2.9% 감소한 수치를 기록하였다. 인터콘티넨탈 호텔(코엑스) 리뉴얼에 따른 영업 감소와 국내 1분기 GDP 성장률이 -0.2%에 불과하다는 점을 감안하면 실질적인 수치는 더욱 긍정적이라 판단한다.

국내 호텔시장 규모
2019년: 4.1조원
2023년: 6.5조원(+59.9%)

호텔업협회에서 집계한 2023년 호텔시장 규모는 약 6.5조원 규모에 달한다. 2019년 외국인 인바운드 효과가 가장 높았던 동 시점 호텔시장 규모가 4.1조원이라는 점을 감안하면 약 60% 성장한 것이다. 2024년은 아직 데이터가 집계되지 않아 정확한 규모를 추정하기는 어렵지만, ▶ 2024년 외국인관광객 절대수치가 2023년보다 약 48.4% 증가 하였다는 점과, ▶ 객실 공급 증가가 제한적이었으며, ▶ 인건비 및 초과 수요에 따른 ADR 상승을(공급 우위) 고려할 경우 고 성장세를 이어갔을 것으로 전망한다.

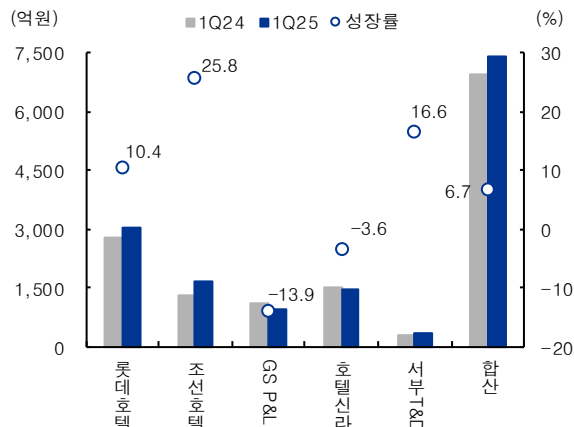
국내 호텔시장 공급 우위
시장 재편,
최소 3년간 성장 가능

동 추세는 2025년에도 이어질 가능성이 높다. 현재 호텔시장은 공급우위 시장으로 재편되었고, 국내 방한 외국인 증가가 이어지고 있기 때문이다. 사실 이러한 성장세는 올해와 내년에만 국한되지는 않을 전망이다. 당사에서는 이를 구조적인 사이클로 판단하고 있으며, 보수적으로 보더라도 향후 3년간은 성장하는데 있어 큰 무리는 없다는 분석이다.

- 1) 외국인 인바운드 증가
- 2) 추가 공급 제한
- 3) 전국적 성장 확대
- 4) 내국인 수요 회복

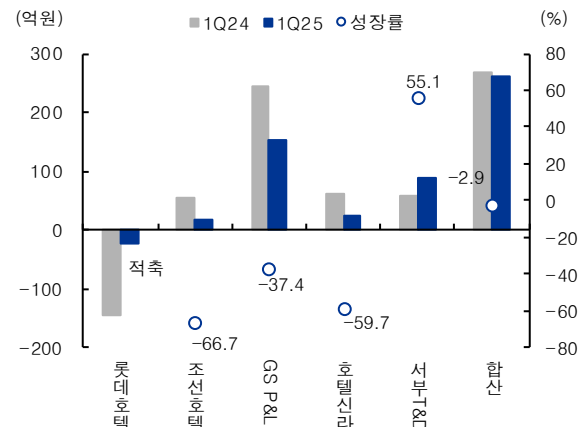
당사에서 긍정적 시각을 예상하는 이유는 1) 외국인 인바운드 수요 증가가 이어질 가능성이 높고, 2) 호텔 파이프라인이 공격적으로 증가할 수 없다는 점과, 3) 과거 서울을 중심으로 성장했던 구조에서 전국으로 확대되는 양상이 나타나고 있으며, 4) 중장기적으로 내국인 수요 회복 가능성이 높기 때문이다. 호텔 시장의 구조적 성장과 함께 대형 업체들의 시장 재편도 이루어지고 있어 주목된다.

그림 1. 호텔 상장 5개사 1분기 매출액 증감



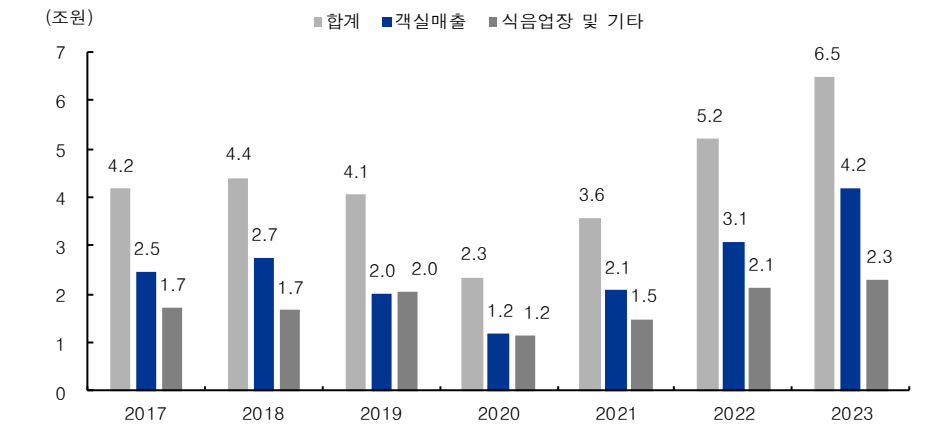
자료: 각 사 발표, 한국신용평가, IBK투자증권

그림 2. 호텔 상장 5개사 1분기 영업이익 증감



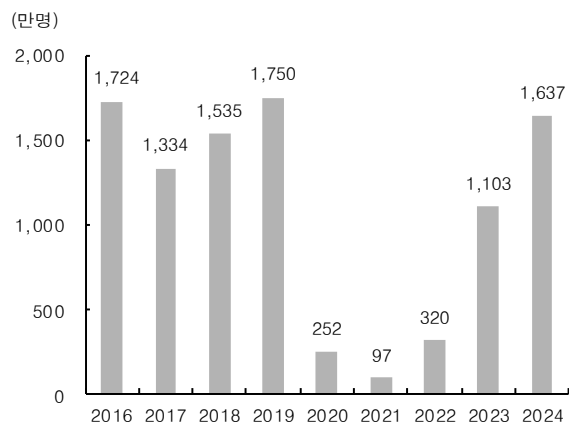
자료: 각 사 발표, 한국신용평가, IBK투자증권

그림 3. 국내호텔 시장 규모 추이



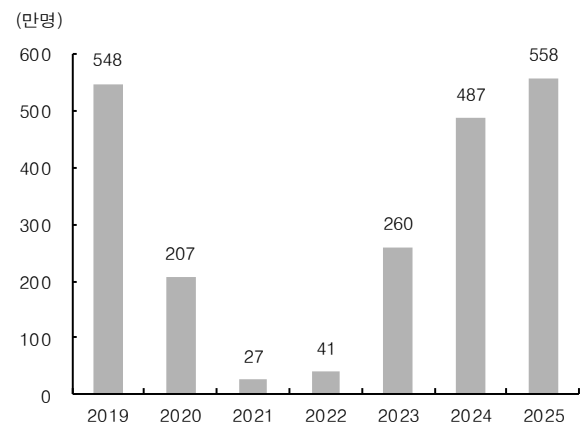
자료: 한국호텔업협회, IBK투자증권 추정

그림 4. 연도별 방한 외국인 추이



자료: 한국관광통계, IBK투자증권

그림 5. (1~4월 누적) 방한 외국인 추이



자료: 한국관광통계, IBK투자증권

2. 공급 부족은 진행 중

공급부문 해결은 제한적. 공급우위 지배력은 당분간 이어질 전망

국내호텔 공급자 우위
장기적 유지 전망

국내호텔 시장을 가장 높게 평가하는 이유는 공급우위 시장이 지속되고 있다는 점이다. 장기적으로 동 추세는 유지될 가능성이 높다. 당사에서는 국내 호텔시장을 구조적 성장기로 분석하고 있는데, ▶ 수요는 증가하고, ▶ 공급이 제한되고 있기 때문이다. 국내 호텔시장 공급은 2019년까지 가파르게 이어져왔다. 하지만, 일시적인 공급물량 증가로 주요 호텔업체들의 경쟁체제 심화에 따른 수익성 악화와 사드 및 코로나에 따른 외국인 수요 감소로 부진한 흐름이 나타났다.

2020년 코로나 이후
1) 숙박시설 객실수 감소
2) 신규 파이프라인 제한
3) 기존 물량 축소

이러한 업황 부진은 공급을 감소시키는 요인으로 작용하였다. 1) 기존 사업자 및 대체 숙박시설들의(공유숙박, 게스트하우스 등) 객실수가 감소하였고, 2) 부진한 업황에 따른 신규 파이프라인이 제한되었으며, 3) 용도 변경 및 자산 매각에 따른 기존 물량 축소도 이루어졌기 때문이다.

건설원가 상승 따른
공급물량 제한 지속

당사에서는 당분간 공급물량 제한이 지속될 것으로 보고 있으며, 향후 동 추세는 유지될 것으로 분석하고 있다. 그러한 이유는 ▶ 건설원가의 급격한 상승에 따라 신규 공급에 대한 부담이 있고, ▶ 주요 고객층이 외국인이라는 점에서 점진적으로 수요가 증가하는 구조이기 때문이다.

2019~2023년
공급 소폭 증가 그쳐,
서울 오히려 감소

2019년 국내 호텔수는 1,049개, 객실수는 131,341개 수준이었다. 2023년 기준 호텔수는 1,086개, 객실수는 137,246개로 5년전에 비해 소폭(+4.5%) 증가하는데 그쳤다. 국내 호텔시장 주요 지역인 서울의 경우 2019년 호텔수 333개, 객실수 53,664개에서 2023년 호텔수 313개, 객실수 52,517개로 코로나 이전에 비해 공급이 오히려 감소하였다. 숙박시설 인허가 건수를 감안하면 추가적인 공급은 쉽지 않을 것으로 판단한다.

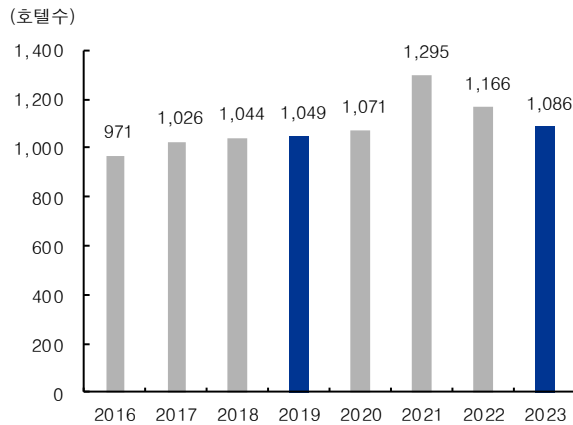
2020년 이후 건축원가
급등, 조달 금리 상승

1) 높아진 건축원가: 공급을 저해하는 요인 중 하나는 건축원가 증가에 따른 영향으로 분석한다. 호텔공급이 빠르게 이루어졌던 시기는 2012년 이후로 추정 되는데, 당시 건설공사비지수와 건설원자재지수는 각각 81.58pt, 105.72pt 수준이었다. 2024년말 기준 130.12pt, 139.57pt로 2012년 대비 각각 59.5%, 32.0% 증가하였다. 건축비 증가는 호텔공급을 제한시킬 수 밖에 없다. 공동주택과 달리 영업활동을 통해 수익을 창출해야 하고 향후 업황 사이클에 대한 리스크를 수반해야 하기 때문이다. 여기에 과거 대비 높은 금리(조달금리) 수준도 공급을 저해하는 요소로 작용하고 있다는 판단이다.

2020년 이후 모든 숙박
시설 건축지표 급감

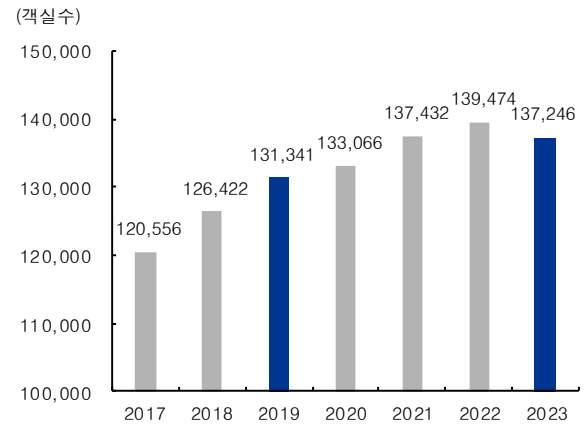
- 2) 파이프라인 추이: 파이프라인 추이를 봐도 공급이 빠르게 이루어지지 않고 있음을 알 수 있다. 대표적인 수도권 도시 서울의 숙박시설 건축허가/착공/준공 추이를 보면 2015년 정점을 찍고 추세적으로 하락 중이다. 2015년 착공 및 준공건수는 각각 89건, 125건을 기록하였으나, 2024년 동 수치는 각각 10건, 41건으로 급격하게 감소하였다. 건축허가건수도 2015년 164건에서 2024년 63건으로 줄어들었다. 호텔의 경우 건축허가부터 준공까지 평균적으로 5년정도 소요된다는 점을 고려하면 향후 공급되는 **호텔 물량은 2020~2021년 수준의 약 30%에 불과할 것으로 전망**한다. 또한 동 추이를 고려할 때 **보수적으로 2028년까지 공급물량 증가는 제한적일 것으로 판단**한다. 특히, 서울에서 이러한 현상은 더욱 고착화될 가능성이 높다.

그림 6. 전국 호텔수 추이



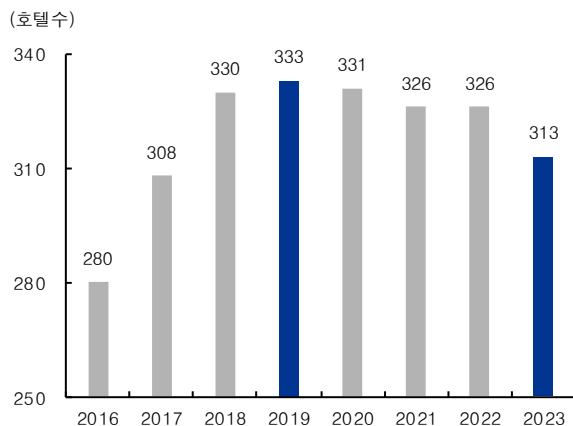
자료: 한국호텔업협회, IBK투자증권

그림 7. 전국 호텔 객실수 추이



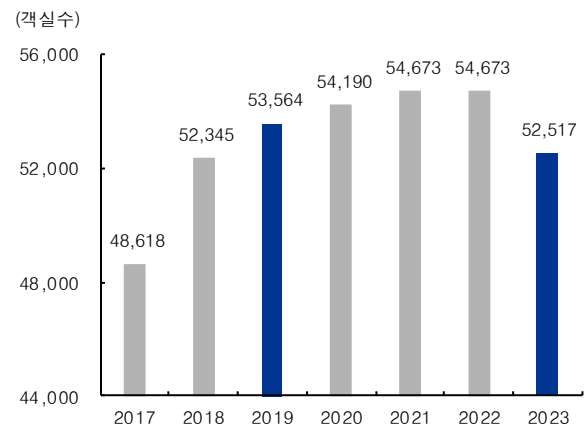
자료: 한국호텔업협회, IBK투자증권

그림 8. 서울 호텔수 추이



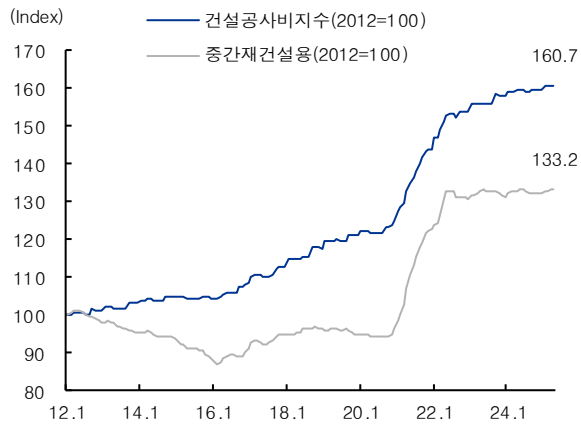
자료: 한국호텔업협회, IBK투자증권

그림 9. 서울 호텔 객실수 추이



자료: 한국호텔업협회, IBK투자증권

그림 10. 건설공사비지수, 국내공급물가지수 추이



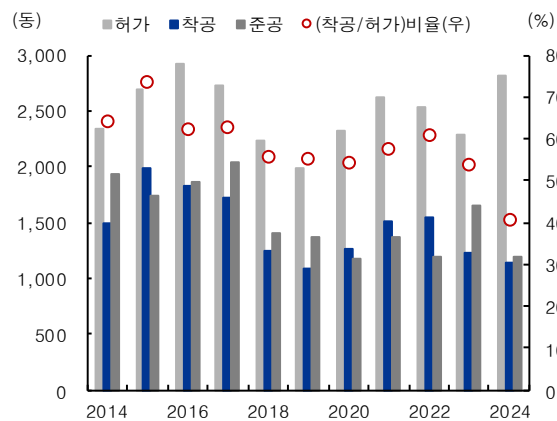
자료: 통계청, IBK투자증권

그림 11. 국내 예금은행 기업대출(신규) 평균 금리



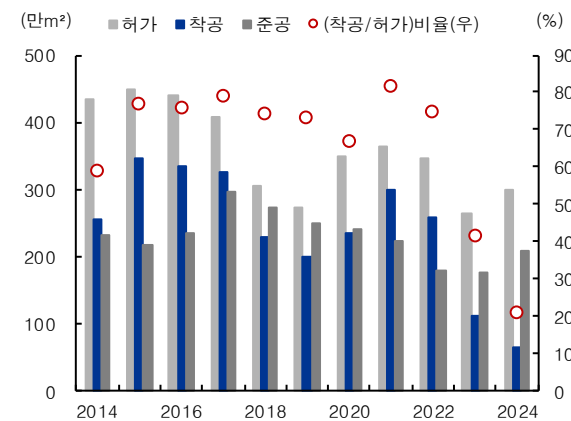
자료: 통계청, IBK투자증권

그림 12. 전국 연도별 숙박시설 건축추이(동수 기준)



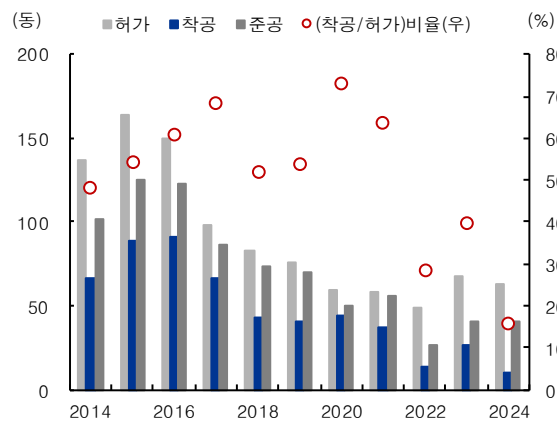
자료: 세움터, IBK투자증권

그림 13. 전국 연도별 숙박시설 건축추이(연면적 기준)



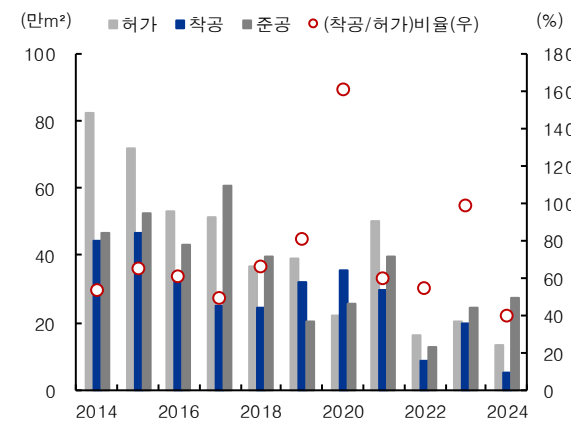
자료: 세움터, IBK투자증권

그림 14. 서울 연도별 숙박시설 건축추이(동수 기준)



자료: 세움터, IBK투자증권

그림 15. 서울 연도별 숙박시설 건축추이(연면적 기준)



자료: 세움터, IBK투자증권

3. 수요부문 투자포인트 3가지

(1) 내국인 호텔 숙박 수요 확대

해외 관광 확대에도
국내 관광소비 견조

내국인 호텔 수요 증가도 주목해야 할 부분이다. 2024년 기준 국내 관광총소비 금액은 약 39.8조원으로 전년대비 -5.1% 감소한 수치를 기록하였다. 코로나 이전인 2019년 동 규모가 약 40.7조원에 달한다는 점을 고려할 때 소폭 낮은 수치이다. 하지만, 코로나 이후 리오프닝에 따른 해외수요 팽창과 제주도 입도객 감소가 나타나고 있다는 점을 고려하면 내국인 수요는 안정적인 수준으로 평가할 수 있다.

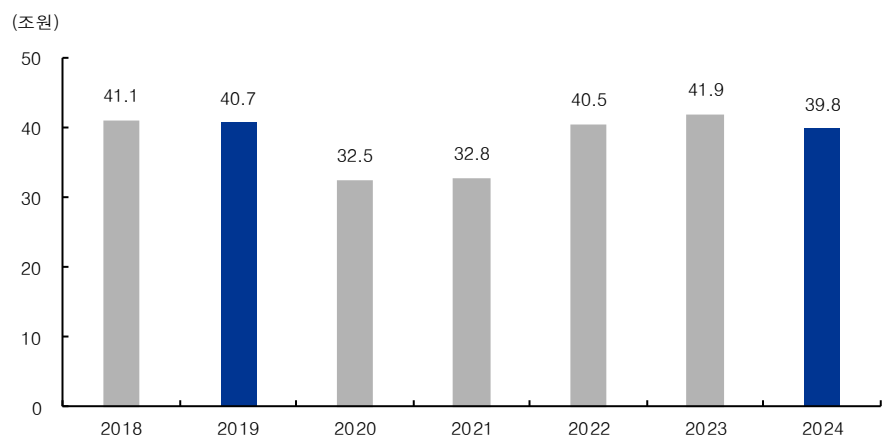
숙박 소비 중 호텔 비중
2018년: 36.5%
2024년: 43.8%

동 데이터에서 주목되는 부분은 호텔 숙박 수요가 구조적으로 증가하고 있다는 점이다. 관광총소비 금액 중 숙박과 관련된 비용을 분리해서 보면 호텔 비중이 증가하는 것을 알 수 있다. 2018년 총 숙박비용 중 호텔 비중은 36.5% 수준이었지만, 2024년 동 수치는 43.8%까지 +7.3%p 증가하였다. 거래금액을 기준으로 보더라도 호텔은 2018년에서 2024년까지 +9.0% 증가한 반면 기타숙박의 경우 -19.6% 감소하는 추이를 보이고 있다. 이는 국내여행시 호텔에 투숙하는 수요가 증가하고 있다는 것을 반증하는 것으로 업황과 무관하게 성장 가능성이 높다는 것을 의미한다.

호텔 숙박 구조적 확대
1) 소득수준 상승
2) 1~2인가구 상승
3) 숙박시설 호텔 전환

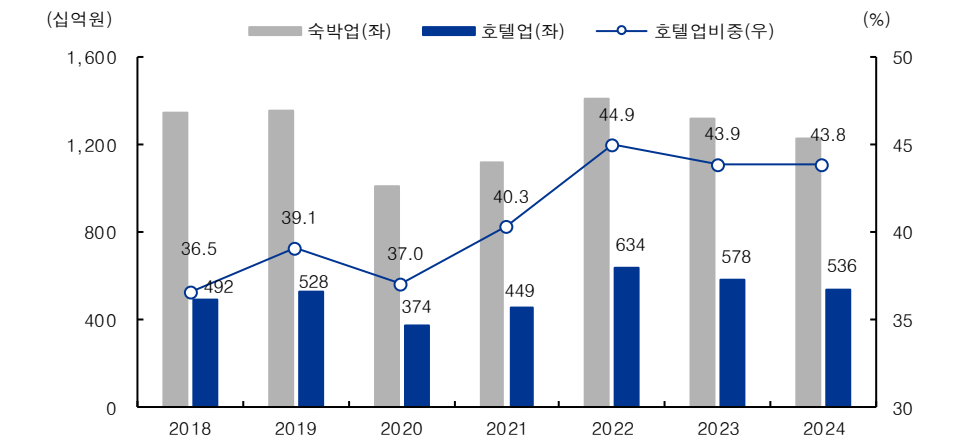
이러한 추이는 더욱 증가할 가능성이 높다. 그렇게 판단하는 이유는 1) 소득수준 상승에 따라 숙박에 대한 기준이 변화하고 있고, 2) 1~2인 가구 비중 확대에 따라 기존 숙박 시설에 대한 수요가 감소할 가능성이 높으며, 3) 기존 숙박 시설이 호텔로 전환되는 수요가 높아지고 있다고 판단하기 때문이다.

그림 16. 국내 관광총소비금액 추이



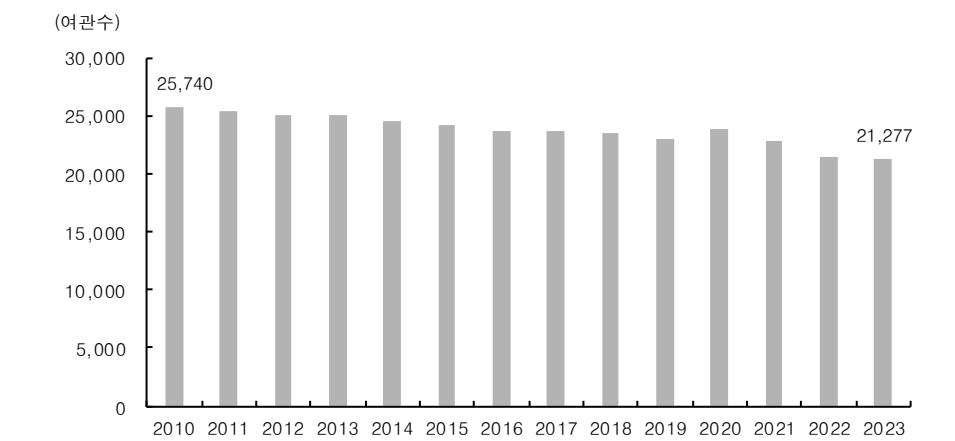
자료: 한국관광공사, IBK투자증권
주: 비씨카드+신한카드 카드사용액 분석

그림 17. 국내 숙박업 소비금액 중 호텔 비중



자료: 한국관광공사, IBK투자증권
 주: 비씨카드+신한카드 카드사용액 분석

그림 18. 국내 여관업(모텔 등) 사업자 추이



자료: 통계청, IBK투자증권

(2) 2019년을 상회하는 인바운드 증가

25년 4월 누적 방한객
코로나 이전(19년) 초과

구조적으로 고 성장세를 기대하는 이유 중 하나는 방한 외국인의 절대치가 증가하고 있다는 점이다. 2025년 4월까지 방한 외국인인 557만명으로 2019년 동기간대비 +1.8% 상승하였다. 특히, 주목할 점은 과거 방한 외국인 중 대부분을 차지하던 중국인은 2019년 수요를 회복하지 못한 반면 기타 국가 외국인 방문객이 급증하고 있다는 점이다. 방한 외국인 증가 추이는 향후 이어질 가능성이 높다고 판단하는데, 그렇게 생각하는 근거는 1) 방한 외국인 여행 목적이 과거 쇼핑 중심에서 체험 중심으로 변화하고 있고, 2) 한류 및 소셜 미디어 확대에 따라 한국 여행에 대한 니즈가 증가한 것으로 파악되며, 3) 중국인 방한객 회복 가능성이 높다고 분석되기 때문이다.

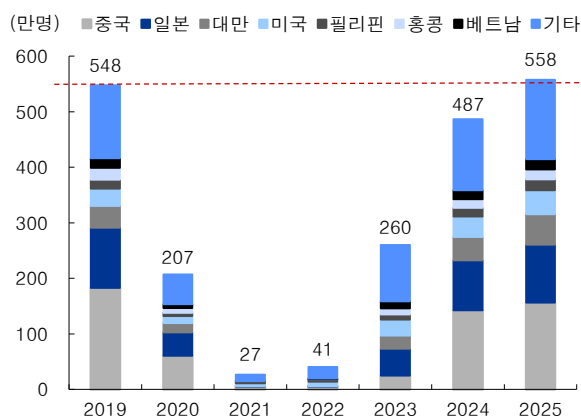
중국인 수요회복 아직,
외국인 다양성 확대

2024년 중국인 방한객수는 460만명으로 2019년 602만명 대비 76.4%에 불과하다. 반면 중국을 제외한 방한 외국인 방문객수는 1,177만명으로 2019년 1,148만명을 2.5% 상회하는 수치를 기록하고 있다. 동 수치가 주는 의미는 크게 두가지로 해석할 수 있다. 첫째, 과거 국내 관광이 쇼핑을 중심으로 이루어졌다면 현재는 여행 및 문화를 경험할 수 있는 관광지로 인식이 변해가고 있다는 점과, 둘째, 해외여행객이 과거 중국인 중심에서 글로벌 방한객으로 확대되고 있음을 알 수 있는 부분이다.

방한 외국인 다양화
안정적 성장 기반 확보

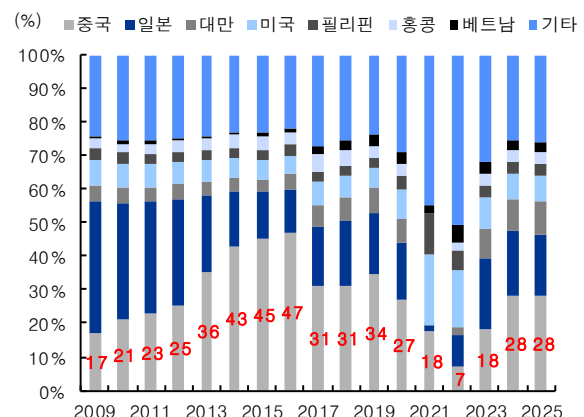
2012년 이후 방한 외국인 시장의 중심은 중국인과 쇼핑이었다. 이에 구조적으로 ▶ 성장을 지속하기에는 한계를 가지고 있었고, ▶ 외부변수(환율, 국제관계, 경제적 상황)에 영향을 받을 수 밖에 없었다. 반면, 최근 방한 외국인 수요는 과거대비 안정적인 소비 계층으로 판단할 수 있으며, 이는 호텔 시장에도 긍정적인 영향을 미칠 것으로 전망한다.

그림 19. (1~4월 누적) 국가별 방한 외국인 추이



자료: 한국관광데이터랩, IBK투자증권

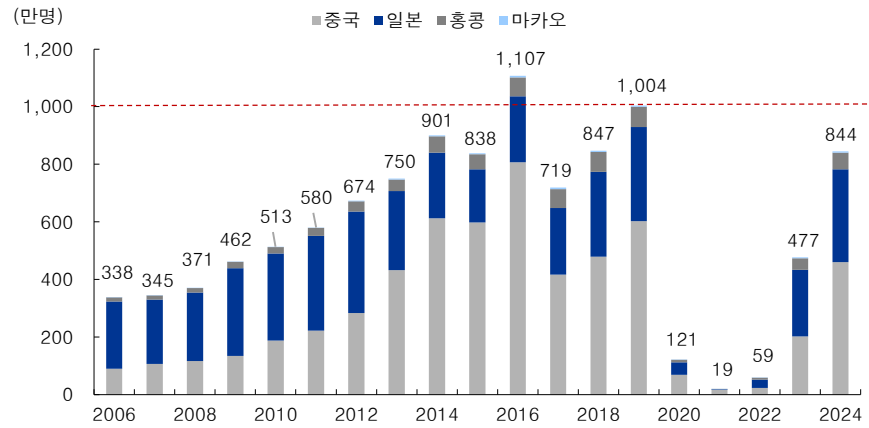
그림 20. 방한 외국인 국가별 비중 추이



자료: 한국관광데이터랩, IBK투자증권

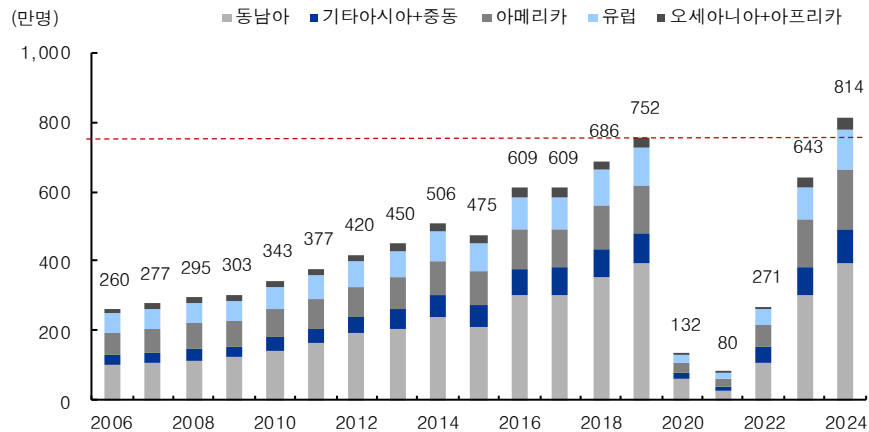
주: 2025년은 1~4월 합산 기준

그림 21. 동아시아(중국+일본+홍콩+마카오) 방한 외국인 추이



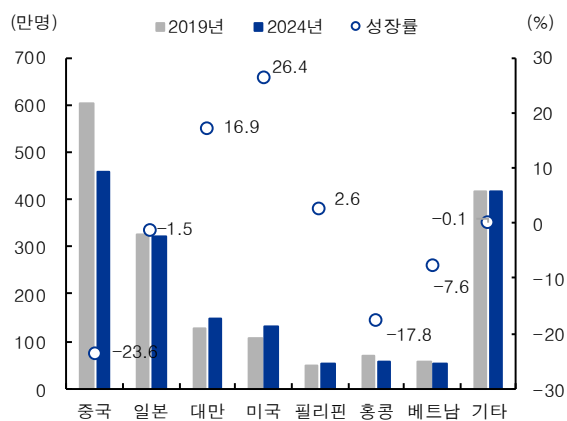
자료: 한국관광데이터랩, IBK투자증권

그림 22. 동아시아 제외 방한 외국인 추이



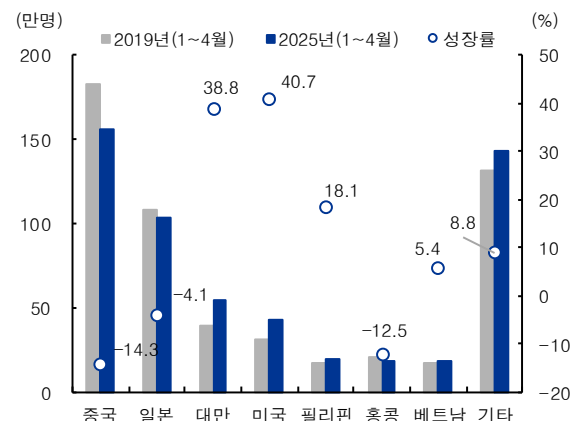
자료: 한국관광데이터랩, IBK투자증권

그림 23. 2019년, 2024년 국가별 방한 외국인 비교



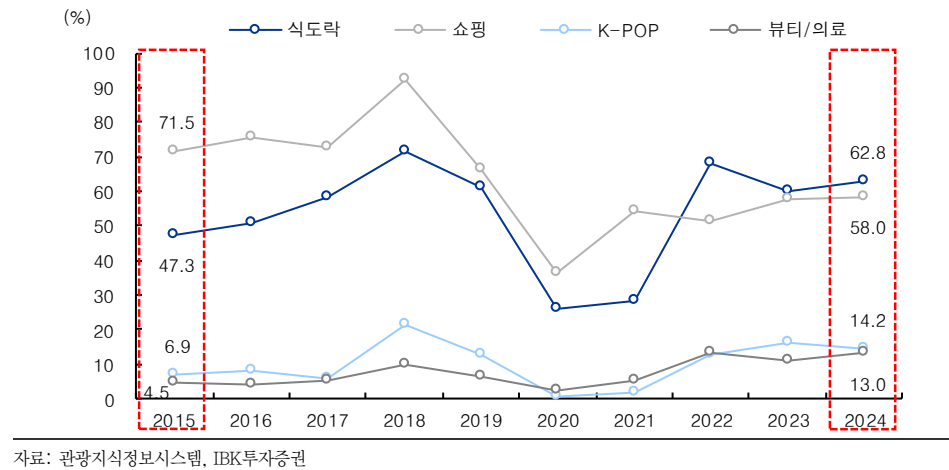
자료: 한국관광데이터랩, IBK투자증권

그림 24. 2019년, 2025년 (1~4월) 국가별 방한 외국인 비교



자료: 한국관광데이터랩, IBK투자증권

그림 25. 방한 외국인 관광객 주요 참여 활동(중복 선택)
(식도락, K-POP, 뷰티/의료 등 증가, 쇼핑 감소)



[3] 내국인 수요의 구조적 확대 가능성

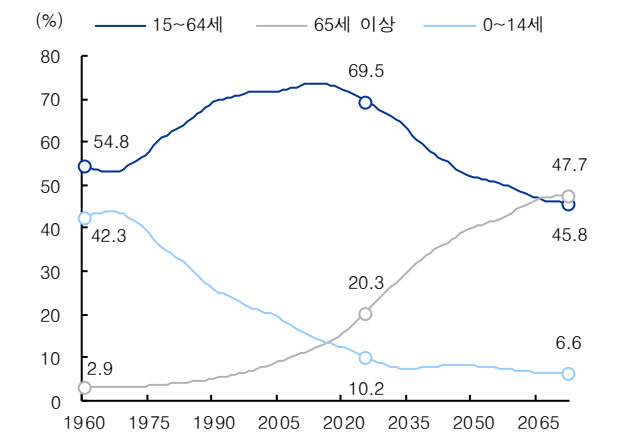
내국인 관광 수요

구조적 확대 가능

- 1) 저성장 국면 장기화
- 2) 초고령화 인구 증가
- 3) 원화 가치 하락

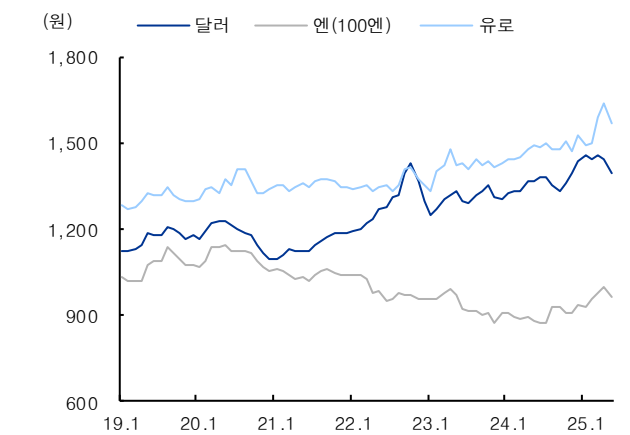
당사에서는 내국인 수요의 구조적 확대 가능성에도 주목하고 있다. 이는 중장기적으로 ① 해외 인바운드 수요, ② 내국인 아웃바운드 → 인바운드 수요 확대에 따라 국내 호텔 시장을 한층 더 성장 시킬 수 있는 요인으로 작용할 것으로 보고 있다. 그렇게 생각하는 근거는 ▶ 저성장 국면 장기화, ▶ 초고령화 인구 증가, ▶ 원화 가치 하락 등(2020년 전과 비교할 때) 해외여행 수요가 지속적으로 증가하기가 쉽지 않은 환경으로 변하고 있기 때문이다. 즉, 해외 아웃바운드가 수요가 국내 여행수요로 전환되면서 국내호텔 시장 수요는 한층 더 견고해질 가능성이 높다는 판단이다.

그림 26. 국내 인구구조 추이 및 전망



자료: 통계청, IBK투자증권

그림 27. 주요국 통화 대비 원화 환율

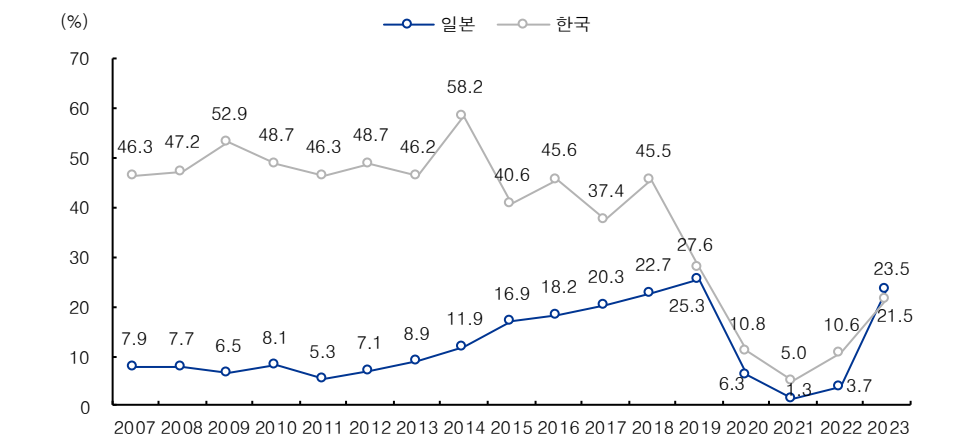


자료: Quantiwise, IBK투자증권

2024년 일본 해외여행 수요
2019년 65% 수준

이는 일본의 사례에서 찾을 수 있다. 국내호텔 내국인 투숙률 평균은(2010~2019년) 44.5% 수준으로 국내 호텔의 주요 투숙객은 외국인이 차지하고 있다. 반면, 국내와 유사한 환경을 가지고 있는 일본의 동기간 외국인 투숙률은 14.5%에 불과하다.

그림 28. 한국, 일본 호텔 외국인 투숙률 추이

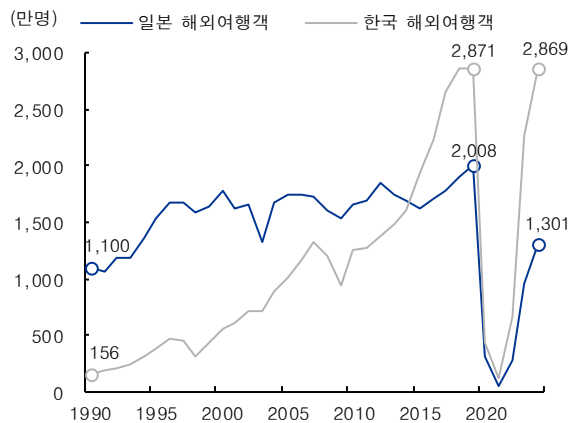


자료: 호텔업협회, JNTO, IBK투자증권

일본은 저성장, 고령화로
해외여행 수요 둔화

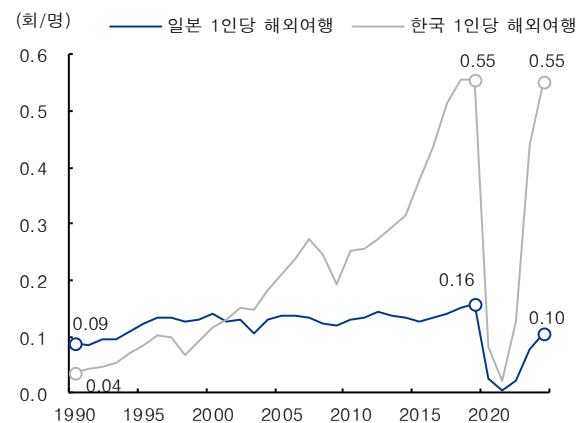
2024년 일본의 해외출국자수는 약 1,301만명(잠정수치)으로 2019년의 약 65% 수준까지 회복하였다. 2012년 일본의 해외여행객수는 약 1,849만명, 2019년은 약 2,008만명으로 코로나 이전을 감안해도 크게 증가한 수치는 아니다. 추세적으로 소폭 증가했지만, 일본 산업구조가 침체기를 겪고, 고령화 인구가 빠르게 증가하면서 해외여행에 대한 수요는 크지 않은 것으로 분석한다.

그림 29. 연도별 해외여행객 추이 비교



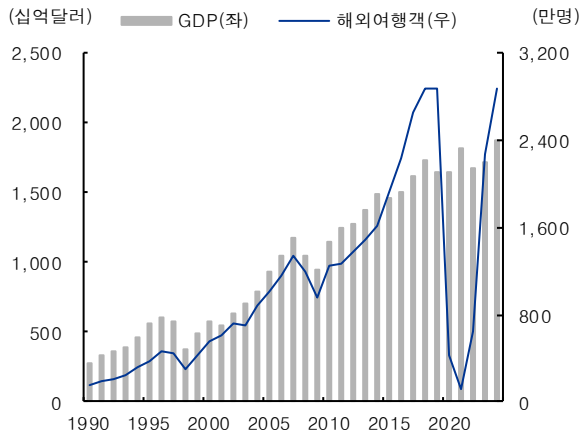
자료: JNTO, 통계청, IBK투자증권

그림 30. 국민 1인당 해외여행 횟수 비교



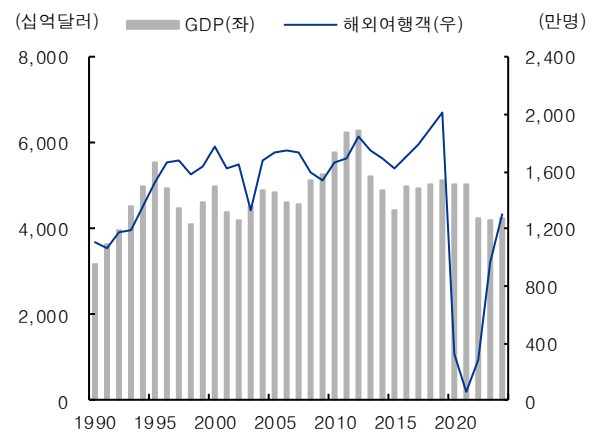
자료: JNTO, 통계청, IBK투자증권

그림 31. 한국 해외여행객, GDP 추이



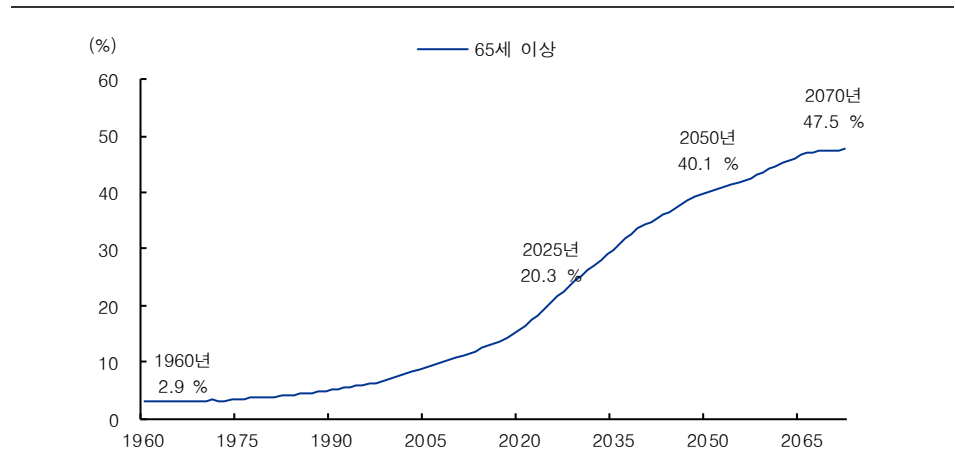
자료: World Bank, 한국관광데이터랩, IBK투자증권

그림 32. 일본 해외여행객, GDP 추이



자료: World Bank, JNTO, IBK투자증권

그림 33. 국내 65세 이상 인구비중 추이 및 전망



자료: 통계청, IBK투자증권

경제성장을 둔화하는
해외여행 둔화로 연결

지난해 일본인이 해외여행을 가지 않는 이유 인터뷰 결과 경제적 사유, 동기부족, 그외 기타 문제등을 언급하였다. 특히, 경제적 사유 중 ① 여행비용이 비싸기 때문(33.6%), ② 가계에 여유가 없으므로(26.4%), ③ 엔화 약세(24.4%)가 차지하였다. 이는 구조적으로 저성장에 따라 해외여행 수요가 축소되고 있음을 시사하며, 국내 시장도 이와 유사하게 변할 수 있다는 반증이다.

국내 관광 수요 확대는
호텔 시장 새로운 Driver

내국인 수요 확대는 국내 호텔 시장의 추가적인 성장을 이끄는 요인으로 작용할 수 있다. 그동안 호텔 시장의 Key driver가 공급부족 + 외국인 수요 확대였지만, 국내 수요가 합쳐지게 되면 성장세는 당초 예상했던 것보다 더욱 견고해질 것으로 전망한다.

4. 수익성 지표 점검

$$(1) \text{ ADR (Average Daily Rate, 판매객실 평균요금)} = \frac{(\text{객실 매출액})}{(\text{판매 객실수})}$$

$$(2) \text{ OCC (Occupancy, 객실 이용율)} = \frac{(\text{판매 객실수})}{(\text{판매 가능 객실수})}$$

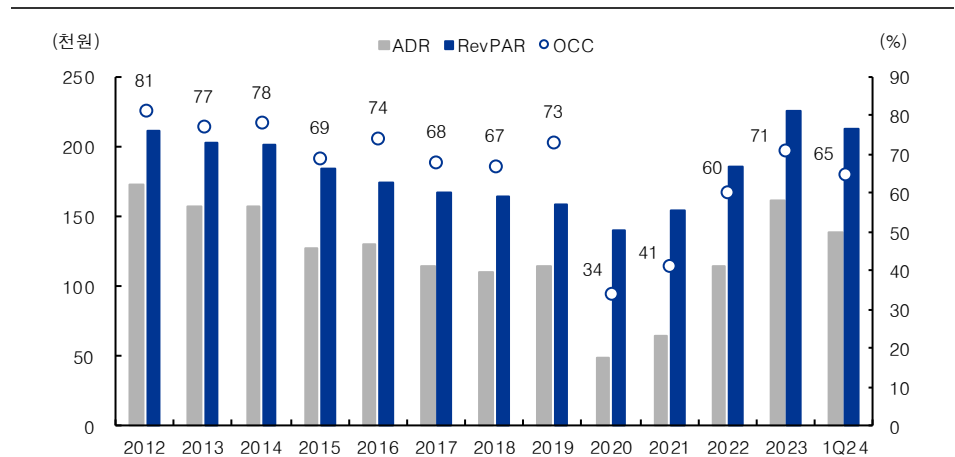
$$(3) \text{ RevPAR (Revenue Per Available Room, 판매가능 객실당 수입)} = \frac{(\text{객실 매출액})}{(\text{판매 가능 객실수})}$$

(1) ADR 역사적 최고 수준

국내 주요 호텔 수익성
지표 역대 최고 수준

주요 호텔 업체들의 ADR은 역대 최대 수준을 기록하고 있는 것으로 파악한다. CBRE가 분석한 자료에 따르면 2023년 서울호텔 기준 ADR은 22.6만원으로 2022년 18.6만원을 +21.5% 상회하였고, 2024년 1분기 동 수치는 21.3만원으로 2023년 1분기를 약 +7% 넘어서는 수치를 달성하였다. 지난해말 계엄사태에 따른 일시적인 수요 감소를 감안 하더라도 2024년 서울 지역 ADR은 22.6만원을 상회했을 가능성이 높다. 이는 주요 호텔 업체들의 실적에서도 확인할 수 있다. 24년 4분기 고속터미널 메리어트 호텔 ADR은 전년동기대비 +12%, 서부T&D 또한, 한 자릿수(+5~6%) 정도 증가한 것으로 파악한다.

그림 34. 서울 호텔 ADR, RevPAR, OCC 추이



자료: CBRE Research, IBK투자증권

(2) RevPAR가 주는 의미

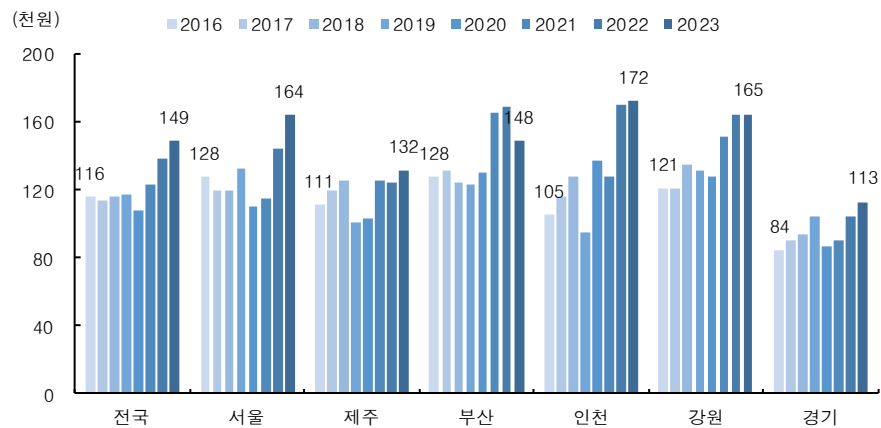
수요확대 공급 제한으로
RevPAR 성장 ADR 상승
월등히 초과

더욱 주목되는 부분은 RevPAR의 상승이 ADR 상승을 넘어서고 있다는 점이다. 2023년 RevPAR는 16.2만원으로 전년대비 +42.1% 증가 하였고, OCC에 따른 효과도 +20%를 상회하는 것으로 추정된다. 수요 증가 및 공급 부족이 가격과 투숙률을 동시에 증가시키고 있는 것이다. 동 수치는 2012년 대비 소폭 낮은 수치이다. 하지만, 동시기 OCC가 81%에 달하였고, 그 이후 공급물량 증가에 따른 영향으로 수익성 지표가 감소하였다는 점을 감안하면 현재 RevPAR의 추가적인 상승 가능성은 높다는 판단이다.

올해 구조적 성장으로
역대 최고 RevPAR 기대

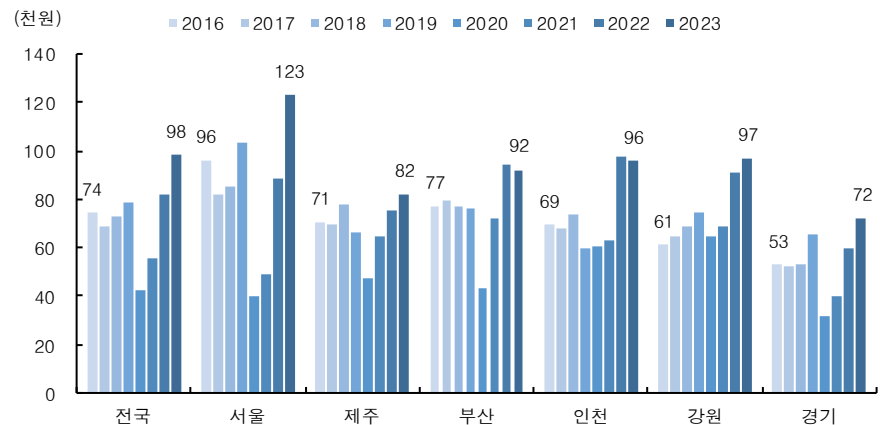
25년 1분기 실적으로 보면 주요 업체 ADR의 상승세는 이어지고 있다. 반면, OCC는 과거대비 낮은 수준을 형성하고 있다. 구조적으로 OCC와 ADR이 상승하는 구간에 진입했다는 의미로 역대 최고 수준의 RevPAR를 기대하는 것도 무리가 없다는 판단이다.

그림 35. 국내 주요 지역별 호텔 ADR 추이



자료: 호텔업협회, IBK투자증권

그림 36. 국내 주요 지역별 호텔 RevPAR 추이



자료: 호텔업협회, IBK투자증권

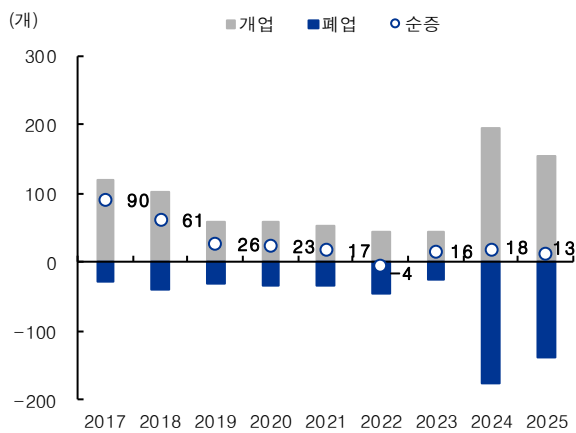
[3] 구조적 수익성 개선 이어질 전망

구조적 성장 지속

- 1) 수요 > 공급 지속
- 2) 당분간 공급물량 제한
- 3) 중국인 단체관광객

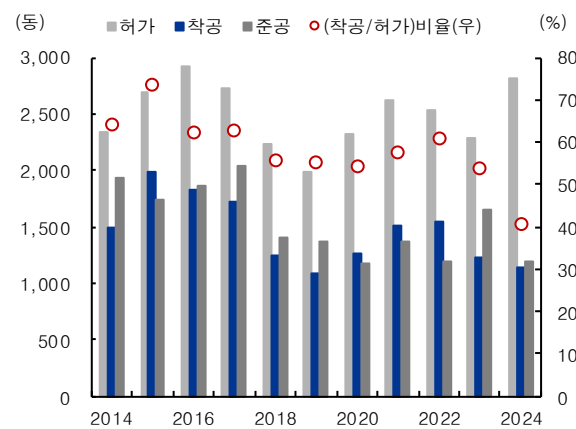
이러한 추세는 올해도 이어질 가능성이 높다. 그러한 이유는 1) 공급물량 증가보다 수요 확대가 빠르게 이어지고 있고, 2) 호텔산업 구조상 당분간 공급이 이루어지기 어려울 것으로 판단하기 때문이다. 수요 증가분을 감안할 경우 2025년 ADR은 보수적으로 +5% 이상 증가할 것으로 추정한다. 특히, 하반기 중국인 무비자 입국 허용에 따른 단체관광객 증가가 예상되는 만큼 실제 수요증가 효과는 하반기에 더욱 강화될 가능성이 높다.

그림 37. 전국 호텔업체 개/폐업 추이



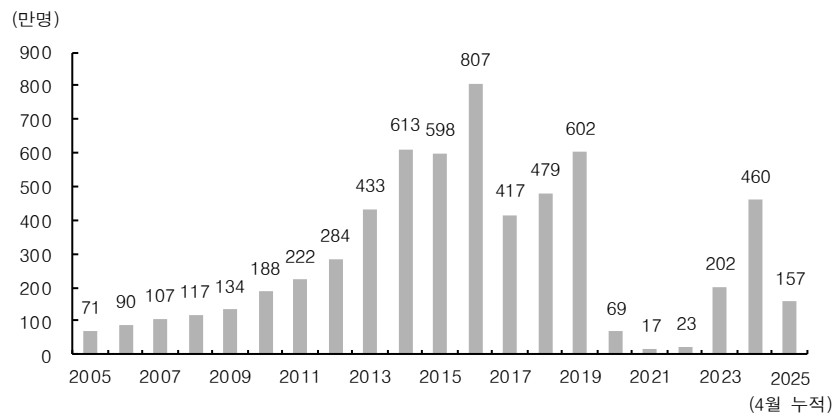
자료: 한국관광데이터랩, IBK투자증권

그림 38. 전국 숙박업 건축 현황



자료: 세움터, IBK투자증권

그림 39. 방한 중국인 관광객 추이



자료: 한국관광데이터랩, IBK투자증권

5. 어떤 지역이 좋을까?

(1) 서울 호텔 시장은 가장 강력한 사이트

국내 시장 중 서울 호텔
가장 큰 호황 기대

구조적 성장기가 이어질 것으로 예상되는 가운데 서울 호텔 시장의 호황을 가장 크게 기대한다. 그러한 이유는 공급 감소 효과가 극대화 될 가능성이 높기 때문이다. 특히, 방한 관광객을 수용할 수 있는 3~4성급 호텔 공급이 줄어들고 있다는 점에서 더욱 긍정적이다. 국내 호텔 시장은 구조적 수요 증가에도 불구하고 산업규모는 낮은 성장률을 보여주었다. 2016년에서 2019년까지 객실수 증가율은 +23.8%에 달하였지만, 서울호텔 객실 매출액은 -11.0%로 오히려 감소하였다. 이는 ▶ 공급물량 증가에 따른 ADR 하락(경쟁체제 심화), ▶ 외국인 수요를 대응하기 위한 3성급 이하 객실수 증가로 시장 환경이 비우호적으로 전환되었기 때문이다.

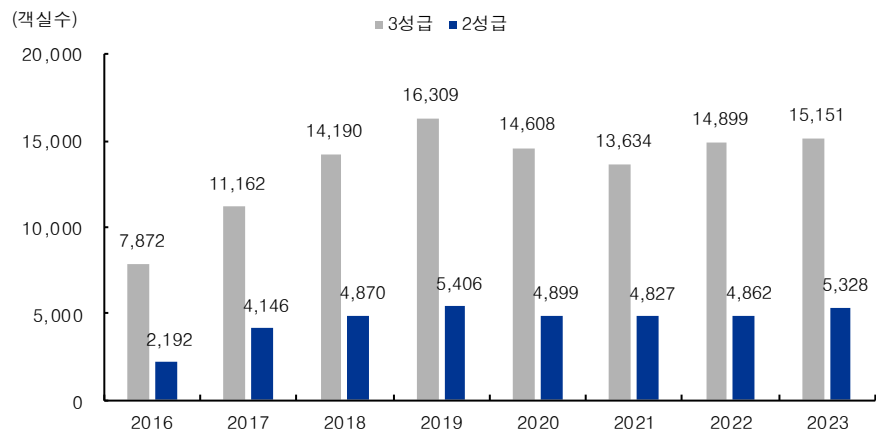
3성급 이하 공급 과잉,
4성급 이상 공급 제한

실제로 동기간 3성급 호텔 객실수는 약 +107.2%, 2성급 호텔도 약 +146.6% 증가하였다. 반면, 4~5성급 객실수는 각각 약 -10.7%, +13.1%로 상이한 흐름이 이어졌다. 공급과잉을 주도했던 2~3성급 호텔 객실수는 2019년 이후 감소하기 시작하였다. 2019년과 2023년을 비교할 경우 3성급이 -7.1%, 2성급이 -1.4% 감소하였고, 업황 부진 여파에 따라 4성급은 +6.2%로 소폭 증가, 5성급은 -1.6% 감소하였다.

외국인 수요 회복 부진 및
부동산 업황 악화 따른
파이프라인 공급 제한

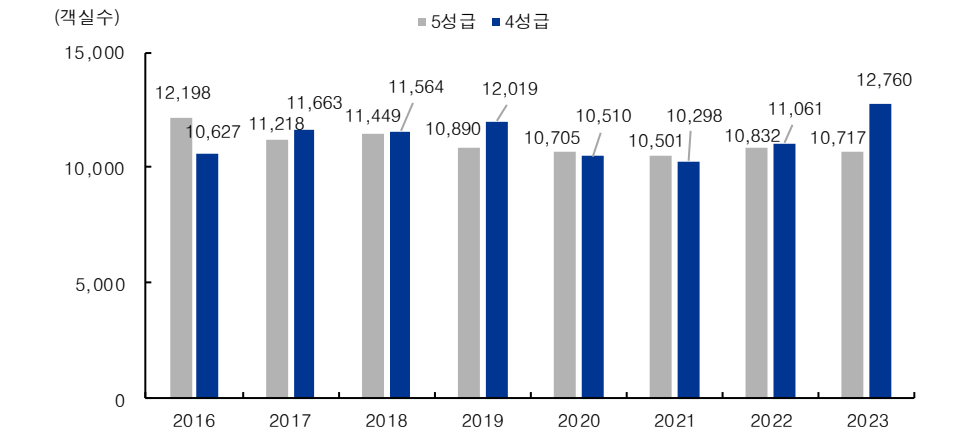
2성급 이하 호텔 객실수 증가는 당분간 쉽지 않을 것으로 분석한다. 그렇게 보는 이유는 1) 외국인 수요 회복이 여전히 없었고, 2) 업황 부진 및 부동산 경기 악화에 따라 신규 파이프라인 프로젝트가 원활히 이루어지지 않았을 가능성이 높기 때문이다.

그림 40. 서울 2, 3성급 호텔 객실 공급 추이



자료: 한국호텔업협회, IBK투자증권

그림 41. 서울 4, 5성급 호텔 객실 공급 추이

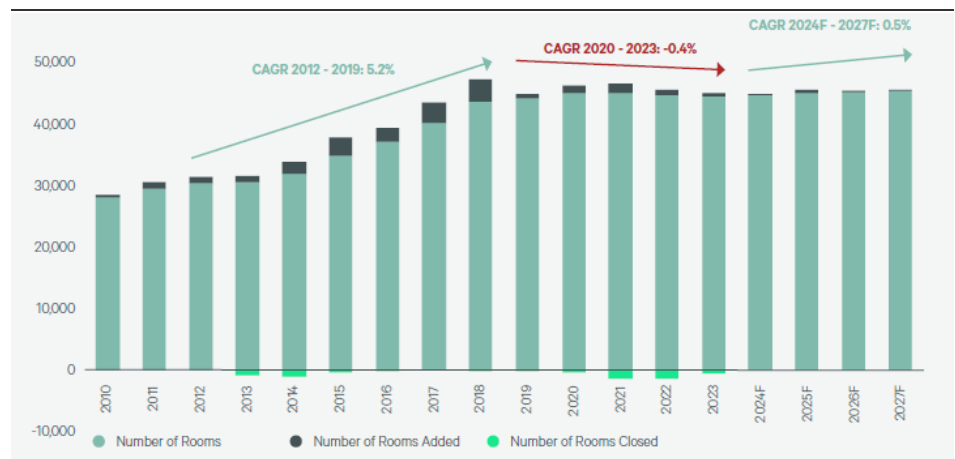


자료: 한국호텔업협회, IBK투자증권

2027년까지 서울 호텔 공급
CAGR +0.5% 불과

향후 서울 호텔 주요 파이프라인은 제한되는 것으로 파악된다. 2027년까지 예정되어 있는 호텔 파이프라인은 CAGR +0.5% 수준으로 알려져 있고, 이마저도 대부분은 하이엔드급 호텔이다. 외국인 인바운드가 주로 이용하는 3~4성급 호텔은 제한적인 상황이라는 점을 고려하면 공급 부족에 따른 성장은 이어질 것으로 전망한다.

그림 42. 서울 호텔 공급 추이



자료: CBRE Research, IBK투자증권

[2] 국내 주요 관광지 수요 증가 기대

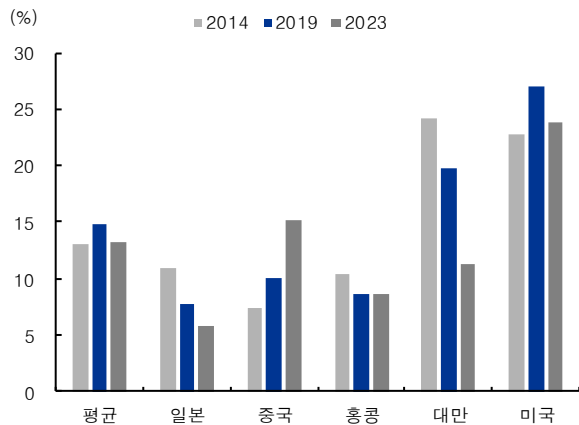
2025년은 서울 이외 호텔
성장 가능성 높음

- 1) 내국인 수요 증가
- 2) 외국인 여행 지역 확대
- 3) 김해공항, 부산항 등
통한 입국자 확대

서울을 제외하고도 주요 관광지의 호텔 시장 성장 가능성은 높은 것으로 판단한다. 그렇게 생각하는 이유는 1) 내국인 수요 확대 가능성과, 2) 방한 외국인 여행 영역이 확대되고 있는 추세이기 때문이다. 엔데믹 이후 한국을 방문하는 외국인의 관광지역은 확대되는 추세로 판단한다. 부킹닷컴이 자체적으로 조사한 ‘방한 외국인이 주목한 국내 여행지’를 보면 김포, 고양, 부천 등 경기권 비중이 높고, 이외에도 홍천, 경주, 속초 등 내국인이 방문하는 여행지까지도 확대되는 추세이다.

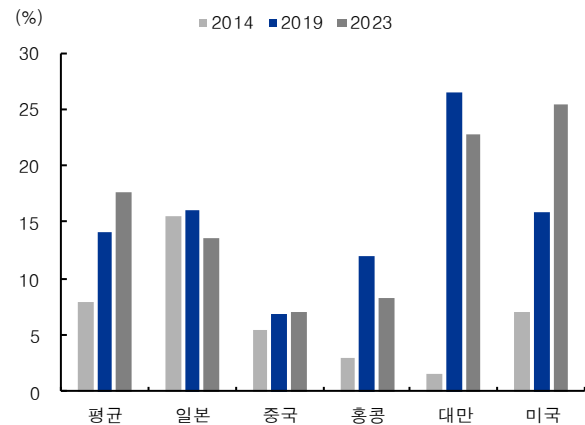
뿐만 아니라 김해공항 및 부산항 등을 통한 입국자수가 빠르게 증가하고 있다는 점에서 서울 중심 여행에서 지방권으로 온기가 확대되고 있는 것으로 판단된다. 2024년 김해공항을 통해 입국한 외국인은 117.6만명으로 전년대비 +55.8% 증가하였고, 부산항 또한 동시기 +10.6% 상승하였다.

그림 43. 국적별 방한 외국인의 ‘경기도’ 방문 비율



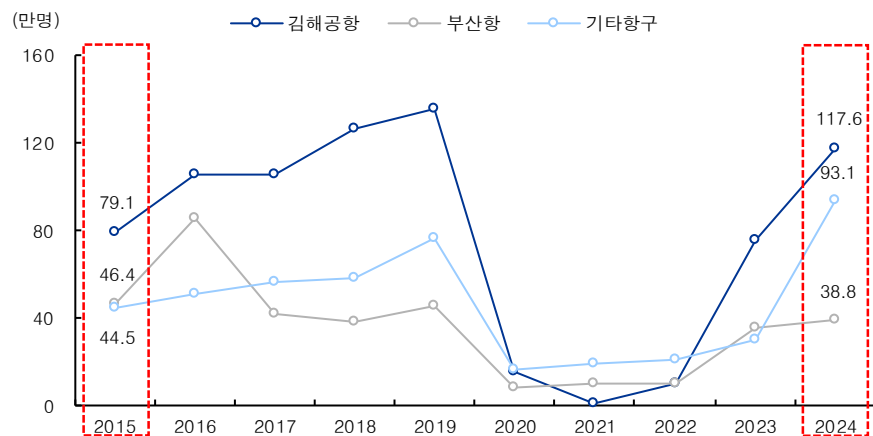
자료: 한국관광데이터랩, IBK투자증권

그림 44. 국적별 방한 외국인의 ‘부산’ 방문 비율



자료: 한국관광데이터랩, IBK투자증권

그림 45. 연도별 주요 공항 및 항만을 통한 방한 외국인 추이



자료: 한국관광데이터랩, IBK투자증권

6. 어떤 호텔 업체를 선택해야 할까?

호텔업체 선택 조건

- 1) 높은 서울 비중
- 2) 높은 3~4성급 비중
- 3) 파이프라인 확장 계획

서울 비중의 중요성

- 1) 공급이 어려운 구조
- 2) 인천공항 여객 수요

3~4성급 비중의 중요성

- 1) 외국인 수요 집중
- 2) 방한 국가 다변화

파이프라인 계획의 중요성

- 1) 지속 가능 성장성 확보
- 2) 건설 난이도(비용) 상승

호텔신라: 장기적으로
다수 파이프라인 보유

GS피앤엘: 나인트리

브랜드 통한 성장

서부T&D: 3~4성급

비중 80% 상회

그렇다면 어떤 호텔 업체들이 성장성이 높을까? 당사에서는 크게 3가지의 조건을 충족하는 업체에 주목할 것을 권고한다. 1) 서울 비중이 높고, 2) 3~4성급에 비중이 높으며, 3) 파이프라인 확장 계획을 가지고 있는 업체이다. 이 중 가장 중요한 사항으로 파이프라인 확장 계획의 존재 여부이다.

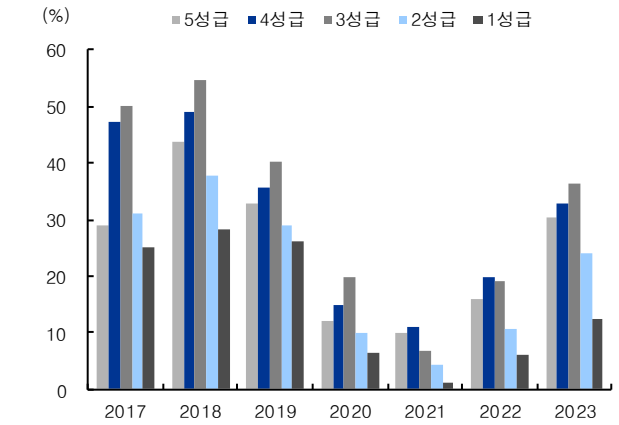
첫째, 서울 비중이 높은 업체이다. 그러한 이유는 ▶ 서울의 공급은 상대적으로 어려운 구조이고, ▶ 외국인이 입국하는 주요 노선이 인천공항이라는 점에서 서울을 중심으로 여행이 시작되며, ▶ 여기에 출장 수요 그리고 항공사 직원 등 안정적인 수요도 형성되어 있기 때문이다. 즉, 공급 증가는 제한적인 상황에서 수요는 상대적으로 견조한 것으로 분석된다.

둘째, 3~4성급 비중이다. 현재 국내 호텔시장을 이끄는 key는 공급 제한과 수요 증가이다. 특히, 방한 외국인의 경우 대부분 여행수요로 3~4성급 투숙 비중이 높은 특징을 가지고 있다. 과거와 달리 다양한 국가에서 우리나라를 방문하고 있고, 이들을 수용하기 위해서는 숙박 기능이 특화된 3~4성급 호텔 수요가 높아질 수 밖에 없다.

셋째, 파이프라인의 확장 가능성이다. 사실 동 부분을 가장 중요한 요소로 판단하고 있다. 파이프라인 확장은 지속 가능한 성장을 위해서 반드시 필요한 부분으로 생각한다. 하지만, 사드 및 코로나를 겪으면서 주요 업체들의 파이프라인 확대는 제한적이었고, 높아진 건설비용 탓으로 현재 계획하고 있는 프로젝트도 많지 않다. 업계에서는 통상적으로 프랜차이즈 체인으로 전환하기 위해서는 약 2만객실이 필요하다고 보고 있다. 국내 환경 상 이정도 수준에 도달하지 못하더라도 ▶ 다수의 객실, ▶ 다양한 브랜드 포트폴리오를 구축해야 장기적으로 안정적 성과를 이룰 수 있을 전망이다.

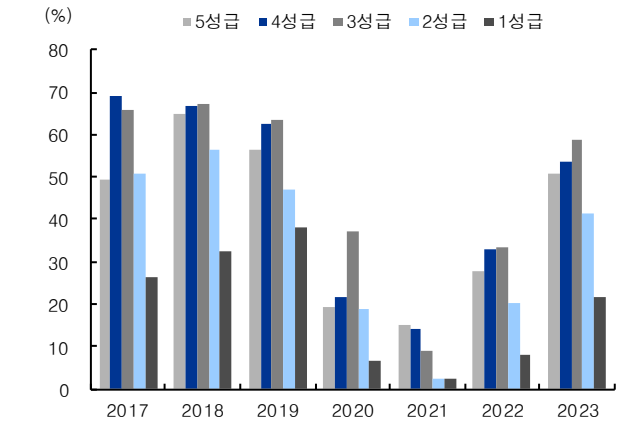
이러한 관점에서 호텔신라, GS피앤엘, 서부T&D를 추천한다. 호텔신라는 5성급 호텔 비중과 다양한 지역으로 포트폴리오가 분산되어 있지만, 장기적으로 다양한 파이프라인을 통해 성장 가능성이 높은 것으로 판단한다. GS피앤엘은 ‘나인트리’를 통해 안정적 성장을 예상하고 있다. 다만, 파이프라인이 상대적으로 약한 것으로 평가한다. 서부T&D는 3~4성급 비중이 높아 최근 높은 실적 성장세를 구가하고 있다. 하지만, 추가적인 프로젝트가 제한되는 상황이고, 디벨로퍼로서 기능에 집중하고 있다는 점에서 시장 성장물을 넘어 서기란 쉽지 않다는 점은 주의해야 할 것이다.

그림 46. 전국 성급별 호텔 외국인 투숙률 추이
(3성급 > 4성급 > 5성급 >> 2성급 >> 1성급)



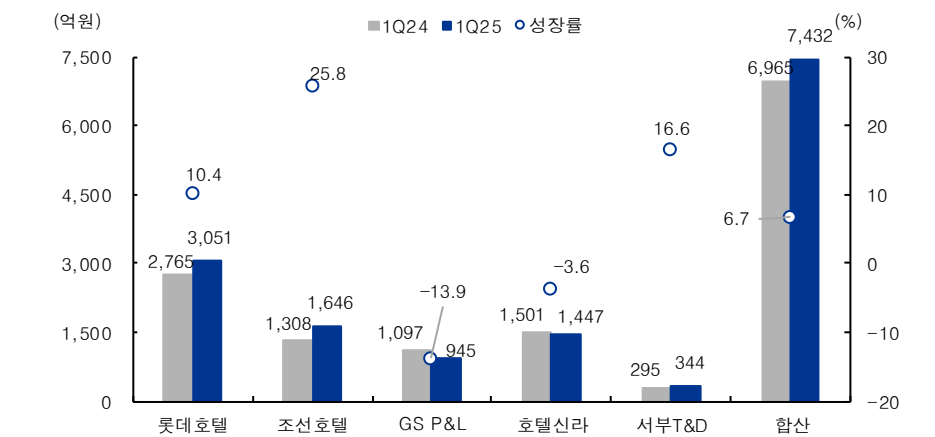
자료: 한국호텔업협회, IBK투자증권

그림 47. 서울 성급별 호텔 외국인 투숙률 추이
(3성급 > 4성급 > 5성급 >> 2성급 >> 1성급)



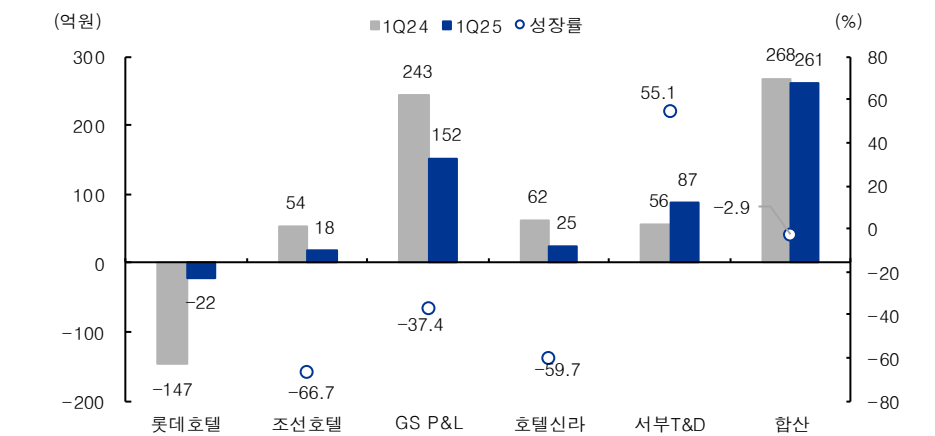
자료: 한국호텔업협회, IBK투자증권

그림 48. 2025년 1분기 주요 호텔 5개사 합산 매출액



자료: 전자공시시스템, IBK투자증권

그림 49. 2023년 1분기 주요 호텔 5개사 합산 영업이익



자료: 전자공시시스템, IBK투자증권



“편집상 공백입니다”



Company Analysis

기업명	투자의견	목표주가
호텔신라 (008770)	Trading Buy(신규)	55,000원
GS피앤엘 (499790)	NR	—
서부T&D (006730)	NR	—

Trading Buy (신규)

목표주가 55,000원
현재가 (6/30) 51,700원

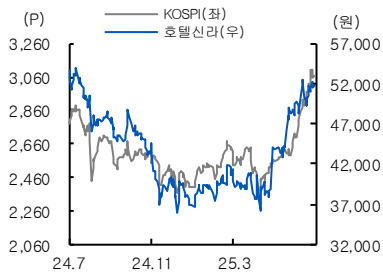
KOSPI (6/30) 3,071.70pt
시가총액 2,062십억원
발행주식수 40,000천주
액면가 5,000원
52주 최고가 54,600원
최저가 35,900원
60일 일평균거래대금 11십억원
외국인 지분율 12.8%
배당수익률 (2025F) 0.0%

주주구성
삼성생명보험 외 5 인 17.34%
국민연금공단 7.02%

	1M	6M	12M
주가상승			
상대기준	-8%	9%	-12%
절대기준	4%	40%	-4%

	현재	직전	변동
투자 의견	Trading Buy	-	-
목표주가	55,000	-	-
EPS(25)	634	-	-
EPS(26)	1,414	-	-

호텔신라 상대주가 (%)



호텔신라 (008770)

Pivoting: 메인 비즈니스 호텔

호텔사업 확장 전략에 주목

공격적인 행보를 보이고 있다는 점에 주목해야 할 것이다. 동사를 주목하는 이유는 ▶ 멀티 브랜드(신라스테이, 신라모노그램) 확대를 동시에 진행하고 있으며, ▶ 다양한 소비자 계층을 수용할 수 있는 호텔을 추가하고 있으며, ▶ 국내 호텔업체 중 파이프라인 확장이 가장 빠르게 이루어지고 있기 때문이다.

제주호텔 부담은 점진적으로 완화될 전망

동사의 호텔 사업부 실적은 서울 및 제주 호텔에 편중되어 있다는 점에서 상대적으로 신라스테이 확장에 따른 이익 기여도는 낮았다. 하지만, 이를 통해 3~4성급호텔 시장을 적극적으로 공략했으며, 최근 리조트 형태인 신라스테이 플러스, 신라모노그램 등을 추가하면서 호텔 사업부의 성장성을 모색하고 있어 주목된다.

최근 호텔 사업부 부진은 제주호텔 영업실적 악화에 따른 원인으로 해석된다. 제주도 입도객수 감소와 소비경기 악화가 제주도 호텔 시장을 둔화시키고 있기 때문이다. 하지만, ▶ 방한 중국인 입국자수 증가와, ▶ 정부의 내수경기 진작 노력, ▶ 신라스테이플러스 이익 기여도 증가에 따라 제주도 시장은 점진적으로 개선될 것으로 전망한다.

호텔사업부 가치는 2026년부터 드러날 것

동사의 호텔사업부 가치는 2026년부터 점진적으로 드러날 것으로 예상된다. 제주호텔 실적 개선과 주요 파이프라인 확장에 따른 효과가 기대되기 때문이다. 면세점 또한 수익성 위주의 전략을 추구하고 있고, 중국인 방한객 증가가 예상되는 만큼 바닥은 지났다는 판단이다.

(단위:십억원,배)	2023	2024	2025F	2026F	2027F
매출액	3,568	3,948	4,034	4,615	5,032
영업이익	91	-5	60	90	108
세전이익	107	-47	36	72	103
당기순이익	86	-62	25	57	81
EPS(원)	2,149	-1,538	634	1,414	2,027
증가율(%)	-271.4	-171.5	-141.3	123.0	43.3
영업이익률(%)	2.6	-0.1	1.5	2.0	2.1
순이익률(%)	2.4	-1.6	0.6	1.2	1.6
ROE(%)	15.0	-6.5	2.0	4.2	5.8
PER	30.4	-24.0	81.2	36.4	25.4
PBR	4.3	1.1	1.6	1.5	1.4
EV/EBITDA	16.8	20.8	17.6	16.0	15.1

자료: Company data, IBK투자증권 예상

투자의견 Trading Buy, 목표주가 55,000원 제시

투자의견 Trading Buy,
목표주가 55,000원 제시

호텔신라에 대한 투자의견 Trading Buy와 목표주가 55,000원을 제시하며 기업분석을 개시한다. 목표주가 산정은 EV/EBITDA 밸류에이션을 사용하였고, Target EBITDA는 지난 3개년 평균 18.3배에 10% 할인한 16.5배를 적용하여 산정하였다.

당사에서 주가 상승 매력에 높지 않음에도 동사에 대한 기업분석을 개시한 이유는 1) 방한 중국인 증가 및 수익성 전략에 따라 면세점 실적 개선 가능성이 높고, 2) 제주 호텔 실적 둔화가 완화되고 있는 것으로 판단하며, 3) 호텔사업부 파이프라인이 연간 3~4개로 견조하게 형성되어 있다는 점과, 4) 구조적으로 호텔 시장 성장 가능성이 높다고 전망하기 때문이다.

동사의 향후 밸류에이션은 호텔사업부 성장이 이끌 것으로 예상된다. 동사는 국내에서 가장 견조한 파이프라인을 보유하고 있고, 해외에도 관련 사업을 적극적으로 확장할 계획이다. 현 시점 제주시장 침체에 따라 호텔 실적이 둔화되고 있지만, 향후 ▶ 신라스테이 브랜드 추가 출점이 견조하고, ▶ 제주도 관광시장 회복(제주도 중국인 증가 + 내국인 수요 회복) 가능성이 높다는 점에서 실적 회복은 무리가 없다는 판단이다.

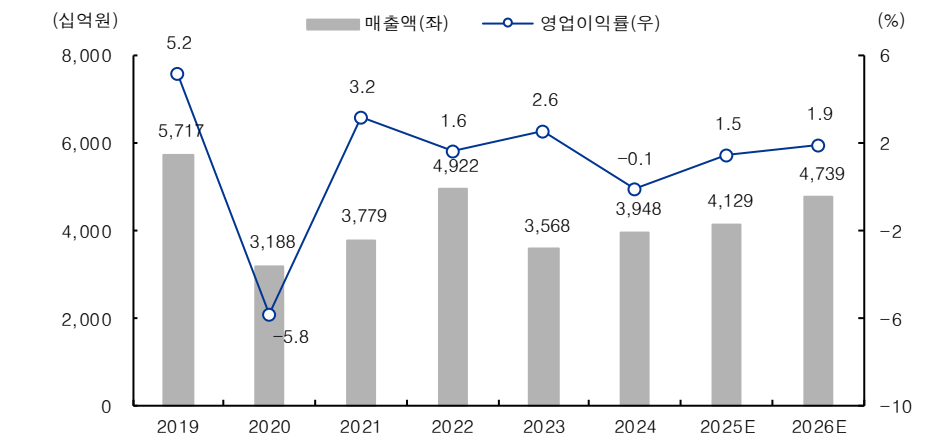
표 1. 호텔신라 실적테이블

(단위: 억 원, %)

	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25E	3Q25E	4Q25E	2024	2025E	2026E
매출액	9,808	10,027	10,162	9,478	9,718	10,265	10,760	10,552	39,475	41,294	47,392
YoY, %	30.4	15.7	0.4	1.1	-0.9	2.4	5.9	11.3	10.6	4.6	14.8
_면세점	8,307	8,329	8,448	7,735	8,271	8,515	8,922	8,583	32,819	34,291	39,708
YoY, %	36.5	17.6	0.0	0.2	-0.4	2.2	5.6	11.0	11.9	4.5	15.8
_호텔	1,501	1,698	1,714	1,743	1,447	1,749	1,838	1,969	6,656	7,003	7,683
YoY, %	4.5	6.9	2.8	5.3	-3.6	3.0	7.2	12.9	4.9	5.2	9.7
①서울호텔	458	593	548	632	493	613	567	654	2,231	2,327	2,406
②제주호텔	160	187	218	158	124	124	178	208	723	634	736
③스테이(위탁운영)	465	562	569	622	485	649	692	750	2,218	2,576	2,961
기타	418	356	379	331	345	363	401	357	1,484	1,466	1,579
매출원가	5,802	5,663	6,109	4,210	5,320	6,011	6,051	6,079	21,784	23,461	28,696
YoY, %	33.9	11.1	-5.3	-25.1	-8.3	6.2	-1.0	44.4	1.3	7.7	22.3
매출총이익	4,006	4,364	4,053	5,268	4,398	4,253	4,709	4,472	17,691	17,833	18,695
YoY, %	25.7	22.1	10.4	40.3	9.8	-2.5	16.2	-15.1	24.7	0.8	4.8
매출총이익률, %	41	44	40	56	45	41	44	42	45	43	39
판매 및 일반관리비	3,885	3,607	3,885	5,547	4,423	4,075	4,476	4,257	16,924	17,230	17,792
YoY, %	36.7	24.3	8.1	40.9	13.9	13.0	15.2	-23.3	27.5	1.8	3.3
영업이익	121	276	-170	-279	-25	179	233	216	-52	603	904
YoY, %	-64.9	-58.9	적전	52.5	적전	-35.3	흑전	흑전	적전	흑전	49.9
영업이익률, %	1.2	2.8	-1.7	-2.9	-0.3	1.7	2.2	2.0	-0.1	1.5	1.9

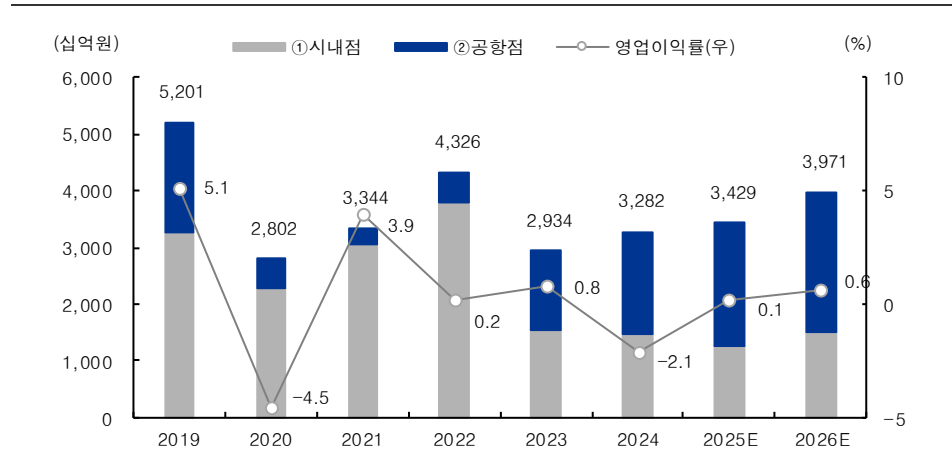
자료: 호텔신라, IBK투자증권

그림 50. 호텔신라 영업실적 추이 및 전망



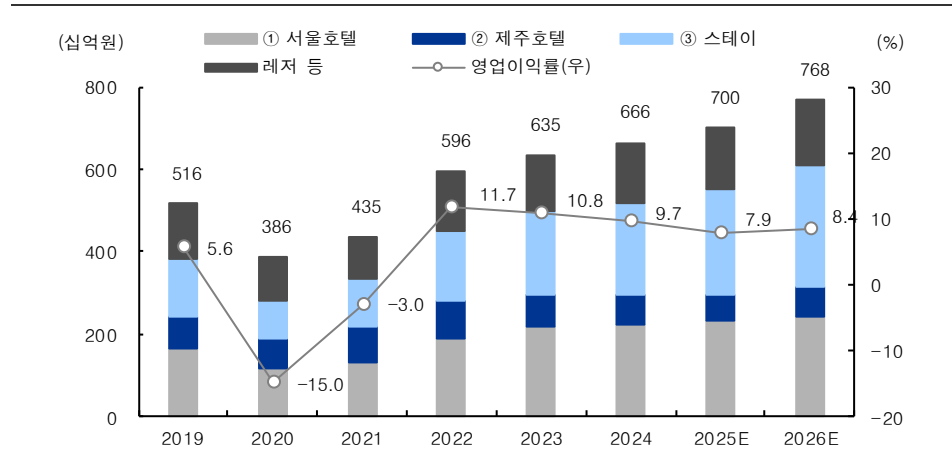
자료: 신라호텔, IBK투자증권

그림 51. TR(면세점) 사업부 영업실적 추이 및 전망



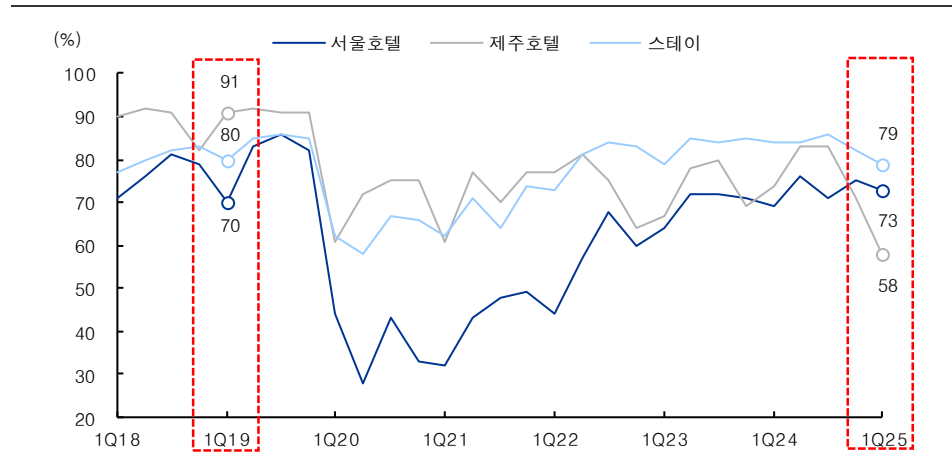
자료: 신라호텔, IBK투자증권

그림 52. 호텔&레저 사업부 영업실적 추이 및 전망



자료: 신라호텔, IBK투자증권

그림 53. 신라호텔 분기별 OCC 추이(‘서울호텔’과 ‘스테이’는 코로나 이전 수준 회복)



자료: 신라호텔, IBK투자증권

표 2. 신라호텔 하이엔드(5성급) 호텔 현황

구분	이름	지역	객실수	개관
5성급 (★★★★★)	서울신라호텔	서울 중구 장충동	464실	79년 3월
	제주신라호텔	제주 서귀포시 색달동	429실	90년 7월
	신라 모노그램 다낭	베트남 팜남시	309실	20년 6월
	신라 모노그램 강릉(예정)	강원 강릉시 송정동	917실	25년 7월
합계 (신라 모노그램 강릉 제외)			1,202실	

자료: 신라호텔, IBK투자증권

주: 신라 모노그램 강릉은 호텔 315객실, 레지던스 602객실로 구성

표 3. 신라호텔 비즈니스(신라스테이 등) 호텔 현황

구분	이름	지역	객실수	개관
3성급 (★★★)	신라스테이 동탄	경기 화성시 반송동	294실	13년 11월
	신라스테이 역삼	서울 강남구 역삼동	306실	14년 10월
	신라스테이 서대문	서울 서대문구 미군동	319실	15년 5월
	신라스테이 울산	울산 남구 달동	335실	15년 7월
	신라스테이 마포	서울 마포구 도화동	382실	15년 9월
	신라스테이 광화문	서울 종로구 수송동	338실	15년 12월
	신라스테이 구로	서울 동작구 신대방동	310실	16년 2월
4성급 (★★★★)	신라스테이 천안	경기 천안시 성정동	309실	16년 7월
	신라스테이 제주	제주 제주시 연동	304실	15년 3월
	신라스테이 서초	서울 서초구 서초동	305실	17년 4월
	신라스테이 해운대	부산 해운대구 우동	407실	17년 4월
	신라스테이 삼성	서울 강남구 삼성동	309실	20년 4월
	신라스테이 서부산	부산 강서구 명지동	295실	21년 4월
	신라스테이 여수	전남 여주시 수정동	315실	22년 10월
	신라스테이 전주	전북 전주시 완산구	210실	24년 12월
	신라스테이 세종(예정)	세종 어진동	259실	25년 하반기
	신라스테이 플러스 이호테우	제주 제주시 외도이동	211실	24년 5월
	거제삼성호텔(위탁운영)	경남 거제시 장평동	166실	05년 11월
합계 (신라스테이 세종 제외)			5,115실	

자료: 신라호텔, IBK투자증권

그림 54. 신라 모노그램 강릉(2025년 7월 오픈 예정: 850~900객실 운영)



자료: 호텔신라, IBK투자증권

호텔신라 (008770)

포괄손익계산서

(십억원)	2023	2024	2025F	2026F	2027F
매출액	3,568	3,948	4,034	4,615	5,032
증가율(%)	-27.5	10.6	2.2	14.4	9.0
매출원가	2,150	2,260	2,256	2,751	2,672
매출총이익	1,419	1,687	1,778	1,863	2,359
매출총이익률 (%)	39.8	42.7	44.1	40.4	46.9
판매비	1,327	1,692	1,718	1,773	2,251
판매비율(%)	37.2	42.9	42.6	38.4	44.7
영업이익	91	-5	60	90	108
증가율(%)	16.4	-105.7	-1,262.9	49.9	20.1
영업이익률(%)	2.6	-0.1	1.5	2.0	2.1
순금융손익	-9	-35	-31	-19	-6
이자손익	-23	-33	-31	-19	-6
기타	14	-2	0	0	0
기타영업외손익	25	-7	6	0	0
종속/관계기업손익	0	0	0	0	0
세전이익	107	-47	36	72	103
법인세	21	14	10	15	22
법인세율	19.6	-29.8	27.8	20.8	21.4
계속사업이익	86	-62	25	57	81
중단사업손익	0	0	0	0	0
당기순이익	86	-62	25	57	81
증가율(%)	-271.4	-171.5	-141.3	123.0	43.3
당기순이익률 (%)	2.4	-1.6	0.6	1.2	1.6
지배주주당기순이익	86	-62	25	57	81
기타포괄이익	-10	735	0	0	0
총포괄이익	76	674	25	57	81
EBITDA	219	127	171	175	181
증가율(%)	6.9	-41.9	34.4	2.5	3.6
EBITDA마진율(%)	6.1	3.2	4.2	3.8	3.6

투자지표

(12월 결산)	2023	2024	2025F	2026F	2027F
주당지표(원)					
EPS	2,149	-1,538	634	1,414	2,027
BPS	15,212	32,108	32,742	34,157	36,179
DPS	200	0	0	0	0
밸류에이션(배)					
PER	30.4	-24.0	81.2	36.4	25.4
PBR	4.3	1.1	1.6	1.5	1.4
EV/EBITDA	16.8	20.8	17.6	16.0	15.1
성장성지표(%)					
매출증가율	-27.5	10.6	2.2	14.4	9.0
EPS증가율	-271.4	-171.5	-141.3	123.0	43.3
수익성지표(%)					
배당수익률	0.3	0.0	0.0	0.0	0.0
ROE	15.0	-6.5	2.0	4.2	5.8
ROA	2.9	-1.8	0.7	1.4	2.0
ROIC	12.6	-5.1	1.6	3.9	5.9
안정성지표(%)					
부채비율(%)	394.1	197.0	192.9	198.6	190.3
순차입금 비율(%)	177.8	91.4	72.0	54.4	47.1
이자보상배율(배)	1.8	-0.1	1.1	1.9	2.6
활동성지표(배)					
매출채권회전율	52.8	46.3	45.0	46.8	46.6
재고자산회전율	6.0	6.3	6.5	7.3	7.4
총자산회전율	1.2	1.2	1.1	1.2	1.2

*주당지표 및 밸류에이션은 지배주주순익 및 지배주주지분 기준

재무상태표

(십억원)	2023	2024	2025F	2026F	2027F
유동자산	1,380	1,411	1,481	1,751	1,876
현금및현금성자산	412	370	515	712	771
유가증권	30	33	25	27	30
매출채권	85	86	93	104	112
재고자산	630	623	615	652	701
비유동자산	1,626	2,403	2,355	2,330	2,326
유형자산	573	1,536	1,484	1,425	1,396
무형자산	29	23	19	14	11
투자자산	330	299	319	319	329
자산총계	3,007	3,814	3,836	4,080	4,202
유동부채	1,188	1,150	1,413	1,584	1,612
매입채무및기타채무	272	206	238	266	286
단기차입금	150	11	11	11	11
유동성장기부채	190	320	499	499	499
비유동부채	1,210	1,380	1,114	1,130	1,142
사채	749	854	596	596	596
장기차입금	0	0	0	0	0
부채총계	2,398	2,530	2,527	2,714	2,754
자본주주지분	608	1,284	1,310	1,366	1,447
자본금	200	200	200	200	200
자본잉여금	197	206	206	206	206
자본조정등	-104	-104	-104	-104	-104
기타포괄이익누계액	12	759	759	759	759
이익잉여금	304	223	249	305	386
비지배주주지분	0	0	0	0	0
자본총계	608	1,284	1,310	1,366	1,447
비이자부채	875	953	1,045	1,232	1,272
총차입금	1,523	1,577	1,482	1,482	1,482
순차입금	1,081	1,173	943	743	682

현금흐름표

(십억원)	2023	2024	2025F	2026F	2027F
영업활동 현금흐름	243	69	176	122	118
당기순이익	86	-62	25	57	81
비현금성 비용 및 수익	127	218	145	103	79
유형자산감가상각비	115	122	103	80	69
무형자산상각비	13	10	7	5	4
운전자본변동	12	-98	28	-19	-36
매출채권등의 감소	0	0	-5	-11	-8
재고자산의 감소	-67	29	8	-37	-49
매입채무등의 증가	0	0	12	28	20
기타 영업현금흐름	18	11	-22	-19	-6
투자활동 현금흐름	-231	-95	-65	-82	-77
유형자산의 증가(CAPEX)	-55	-74	-36	-20	-40
유형자산의 감소	1	0	0	0	0
무형자산의 감소(증가)	0	1	0	0	0
투자자산의 감소(증가)	-126	-27	-4	0	-10
기타	-51	5	-25	-62	-27
재무활동 현금흐름	-138	-30	33	157	18
차입금의 증가(감소)	0	0	0	0	0
자본의 증가	0	0	0	0	0
기타	-138	-30	33	157	18
기타 및 조정	4	15	0	0	0
현금의 증가	-122	-41	144	197	59
기초현금	534	412	370	515	712
기말현금	412	370	515	712	771

Not Rated

목표주가

-

현재가 (6/30) 36,050원

KOSPI (6/30)	3,071.70pt
시가총액	715십억원
발행주식수	19,831천주
액면가	1,000원
52주 최고가	37,500원
최저가	16,590원
60일 일평균거래대금	6십억원
외국인 지분율	10.1%
배당수익률 (2024.12월)	0.0%

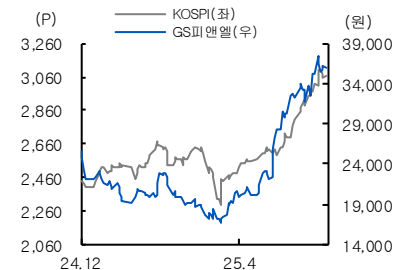
주주구성

GS 외 2 인	58.62%
국민연금공단	6.59%

주가상승	1M	6M	12M
상대기준	8%	21%	0%
절대기준	26%	54%	0%

	현재	직전	변동
투자 의견	Not Rated	-	-
목표주가	-	-	-
EPS(23)	0	-	-
EPS(24)	-27	-	-

GS피앤엘 상대주가 (%)



GS피앤엘 (499790)

나인트리가 주는 달콤한 열매

파르나스 호텔사업부 실적 성장세 지속

GS피앤엘은 파르나스호텔을 67% 지배하고 있는 중간지주회사로, 호텔 산업 공급부족 및 수요증가라는 구조적 사이클 진입에 따라 펀더멘탈은 강화될 것으로 판단한다. 파르나스호텔은 웨스틴 서울 파르나스(구, 인터컨티넨탈 서울 코엑스), 인터컨티넨탈 서울 파르나스, 나인트리를 보유하고 있는 Hospitality 업체로 최근 주요 사이트 호텔 영업실적은 급격하게 증가하고 있는 것으로 파악된다.

특히, 방한 외국인 수요 증가에 따라 3~4성급 포지션인 나인트리 실적이 빠르게 증가할 것으로 예상하고 있으며, 올 연말 인터컨티넨탈(코엑스) 리뉴얼 이후 성장세는 가파르게 올라갈 가능성이 높다. 나인트리 총 객실수는 1,661객실로 전체 비중(웨스틴 서울 파르나스 제외)에서 약 66%를 차지하고 있다.

2025년 하반기 리뉴얼 효과도 기대

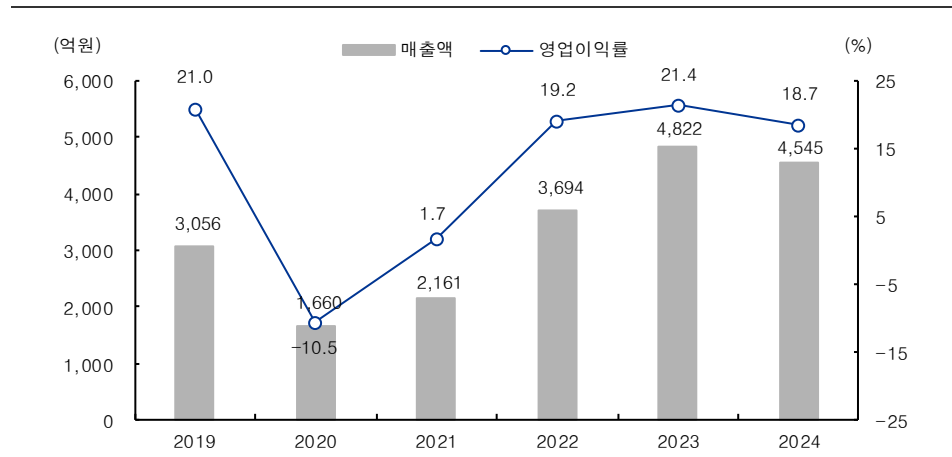
2025년 1분기 매출액은 926억 원(전년동기대비 -15.6%), 영업이익은 160억 원(전년동기대비 -34.4%)으로 부진하였다. 이는 웨스틴 서울파르나스 리뉴얼에 따른 객실수 감소가 영향을 미쳤으며, 하반기 영업 재개에 따라 회복될 것으로 전망한다. 리뉴얼 이후 ADR 상승과 객실수 증가가 동시에 이루어진다는 점에서 실적 모멘텀이 부각될 가능성이 높다. 또한, 제주 파르나스 영업실적 부진이 1분기를 저점으로 회복되고 있고, 파르나스 타워의 안정적인 임대수익도 긍정적이다.

사실 5성급 호텔은 방한 외국인의 직접 수요로 보기는 어렵다. 하지만, 4성급 호텔 수요 증가에 따라 ADR PUSH도 가능할 것으로 보여 리뉴얼에 따른 효과는 극대화 될 것으로 판단한다.

(단위:십억원,배)	2020	2021	2022	2023	2024
매출액	0	0	0	0	0
영업이익	0	0	0	0	-1
세전이익	0	0	0	0	-1
당기순이익	0	0	0	0	-1
EPS(원)	0	0	0	0	-27
증가율(%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
영업이익률(%)	0	0	0	0	0
순이익률(%)	0	0	0	0	0
ROE(%)	0.0	0.0	0.0	0.0	-0.1
PER	0.0	0.0	0.0	0.0	-812.0
PBR	0.0	0.0	0.0	0.0	0.6
EV/EBITDA	0.0	0.0	0.0	0.0	-860.2

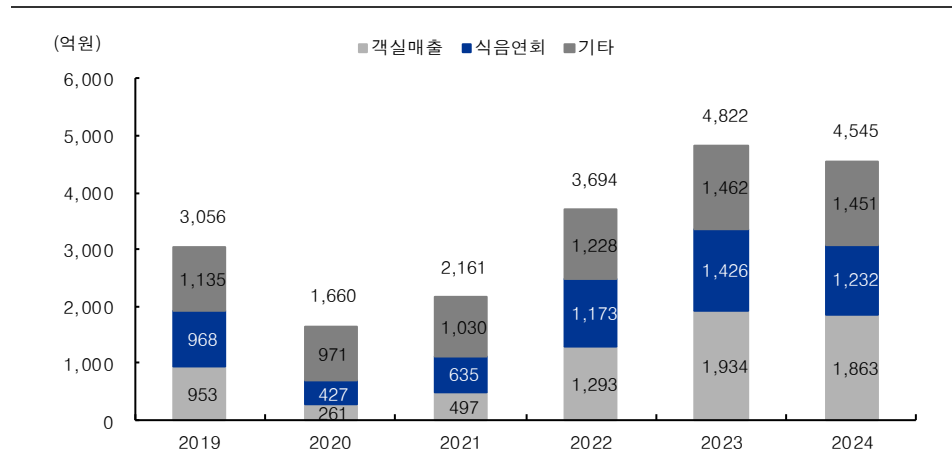
자료: Company data, IBK투자증권 예상

그림 55. 파르나스호텔 영업실적 추이



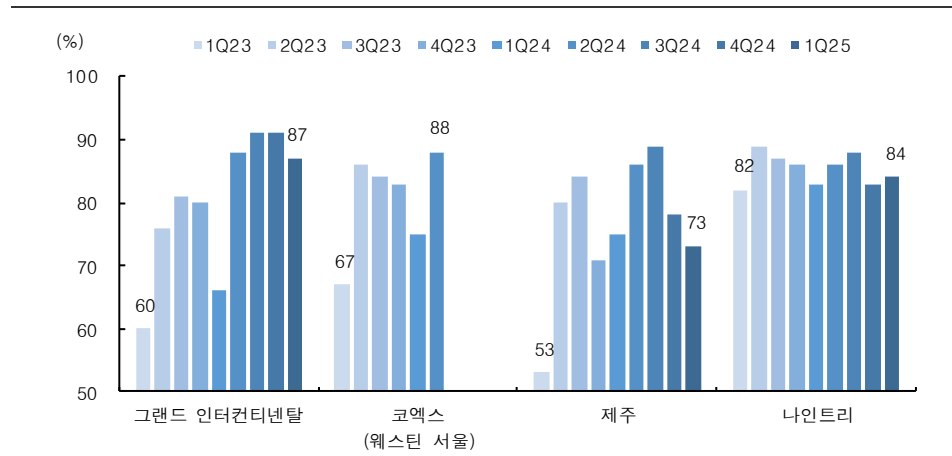
자료: 전자공시시스템, IBK투자증권

그림 56. 파르나스호텔 분류별 매출액 추이



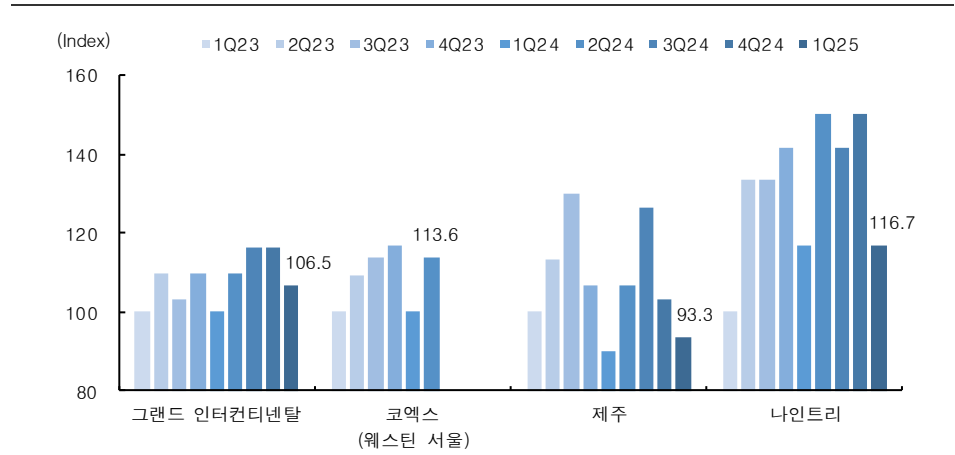
자료: 전자공시시스템, IBK투자증권

그림 57. 파르나스호텔 OCC 추이



자료: 업계자료, IBK투자증권

그림 58. 파르나스호텔 ADR 추이 (1Q23=100)



자료: 업계자료, IBK투자증권

표 4. GS피앤엘 보유 호텔 현황

구분	이름	지역	객실수	개관
5성급 (★★★★★)	그랜드 인터컨티넨탈 서울 파르나스	서울 강남구 삼성동	550실	88년 08월
	웨스틴 서울 파르나스(25년 하반기 예정)	서울 강남구 삼성동	(기존 656실)	99년 12월
	파르나스 호텔 제주	제주 서귀포시 색달동	307실	22년 07월
4성급 (★★★★)	나인트리 바이 파르나스 서울 명동 II	서울 중구 초동	408실	17년 03월
	나인트리 바이 파르나스 서울 인사동	서울 종로구 관훈동	301실	19년 10월
	나인트리 바이 파르나스 서울 판교	성남시 수정구 시흥동	315실	21년 06월
	나인트리 프리미어 로카우스(위탁운영)	서울 용산구 한강로3가	274실	23년 04월
3성급 (★★★)	나인트리 바이 파르나스 서울 명동 I	서울 중구 명동	144실	12년 12월
	나인트리 바이 파르나스 서울 동대문	서울 중구 을지로	219실	20년 01월
합계 (웨스틴 서울 파르나스 제외)			2,518실	

자료: GS피앤엘, IBK투자증권

그림 59. '웨스틴 서울 파르나스' 전경(2025년 9월 리뉴얼 오픈 예정)



자료: Marriott, IBK투자증권

GS피앤엘 (499790)

포괄손익계산서

(십억원)	2020	2021	2022	2023	2024
매출액	0	0	0	0	0
증가율(%)	na	na	na	na	na
매출원가	0	0	0	0	0
매출총이익	0	0	0	0	0
매출총이익률 (%)	0	0	0	0	0
판매비	0	0	0	0	1
판매비율(%)	0	0	0	0	0
영업이익	0	0	0	0	-1
증가율(%)	na	na	na	na	na
영업이익률(%)	0	0	0	0	0
순금융손익	0	0	0	0	0
이자손익	0	0	0	0	0
기타	0	0	0	0	0
기타영업외손익	0	0	0	0	0
종속/관계기업손익	0	0	0	0	0
세전이익	0	0	0	0	-1
법인세	0	0	0	0	0
법인세율	na	na	na	na	0.0
계속사업이익	0	0	0	0	-1
중단사업손익	0	0	0	0	0
당기순이익	0	0	0	0	-1
증가율(%)	na	na	na	na	na
당기순이익률 (%)	0	0	0	0	0
지배주주당기순이익	0	0	0	0	-1
기타포괄이익	0	0	0	0	0
총포괄이익	0	0	0	0	-1
EBITDA	0	0	0	0	-1
증가율(%)	na	na	na	na	na
EBITDA마진율(%)	0	0	0	0	0

투자지표

(12월 결산)	2020	2021	2022	2023	2024
주당지표(원)					
EPS	0	0	0	0	-27
BPS	0	0	0	0	39,393
DPS	0	0	0	0	0
밸류에이션(배)					
PER	0.0	0.0	0.0	0.0	-812.0
PBR	0.0	0.0	0.0	0.0	0.6
EV/EBITDA	0.0	0.0	0.0	0.0	-860.2
성장성지표(%)					
매출증가율	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
EPS증가율	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
수익성지표(%)					
배당수익률	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
ROE	0.0	0.0	0.0	0.0	-0.1
ROA	0.0	0.0	0.0	0.0	-0.1
ROIC	0.0	0.0	0.0	0.0	30.6
안정성지표(%)					
부채비율(%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.3
순차입금 비율(%)	na	na	na	na	-0.5
이자보상배율(배)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
활동성지표(배)					
매출채권회전율	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
재고자산회전율	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
총자산회전율	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0

*주당지표 및 밸류에이션은 지배주주순이익 및 지배주주지분 기준

재무상태표

(십억원)	2020	2021	2022	2023	2024
유동자산	0	0	0	0	5
현금및현금성자산	0	0	0	0	5
유가증권	0	0	0	0	0
매출채권	0	0	0	0	0
재고자산	0	0	0	0	0
비유동자산	0	0	0	0	779
유형자산	0	0	0	0	0
무형자산	0	0	0	0	0
투자자산	0	0	0	0	778
자산총계	0	0	0	0	784
유동부채	0	0	0	0	2
매입채무및기타채무	0	0	0	0	0
단기차입금	0	0	0	0	0
유동성장기부채	0	0	0	0	0
비유동부채	0	0	0	0	0
사채	0	0	0	0	0
장기차입금	0	0	0	0	0
부채총계	0	0	0	0	2
지배주주지분	0	0	0	0	781
자본금	0	0	0	0	20
자본잉여금	0	0	0	0	763
자본조정등	0	0	0	0	-1
기타포괄이익누계액	0	0	0	0	0
이익잉여금	0	0	0	0	-1
비지배주주지분	0	0	0	0	0
자본총계	0	0	0	0	781
비이자부채	0	0	0	0	2
총차입금	0	0	0	0	0
순차입금	0	0	0	0	-4

현금흐름표

(십억원)	2020	2021	2022	2023	2024
영업활동 현금흐름	0	0	0	0	0
당기순이익	0	0	0	0	-1
비현금성 비용 및 수익	0	0	0	0	0
유형자산감가상각비	0	0	0	0	0
무형자산상각비	0	0	0	0	0
운전자본변동	0	0	0	0	0
매출채권등의 감소	0	0	0	0	0
재고자산의 감소	0	0	0	0	0
매입채무등의 증가	0	0	0	0	0
기타 영업현금흐름	0	0	0	0	1
투자활동 현금흐름	0	0	0	0	0
유형자산의 증가(CAPEX)	0	0	0	0	0
유형자산의 감소	0	0	0	0	0
무형자산의 감소(증가)	0	0	0	0	0
투자자산의 감소(증가)	0	0	0	0	0
기타	0	0	0	0	0
재무활동 현금흐름	0	0	0	0	0
차입금의 증가(감소)	0	0	0	0	0
자본의 증가	0	0	0	0	0
기타	0	0	0	0	0
기타 및 조정	0	0	0	0	0
현금의 증가	0	0	0	0	0
기초현금	0	0	0	0	5
기말현금	0	0	0	0	5

Not Rated

목표주가 -
현재가 (6/30) 8,820원

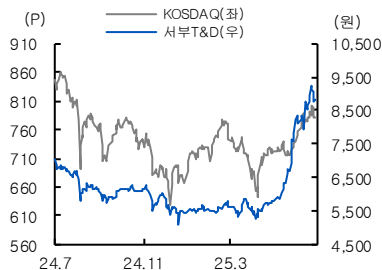
KOSDAQ (6/30) 781.50pt
시가총액 581십억원
발행주식수 65,427천주
액면가 500원
52주 최고가 9,270원
최저가 5,060원
60일 일평균거래대금 3십억원
외국인 지분율 12.1%
배당수익률 (2024.12월) 1.8%

주주구성
엠와이에이치 외 15 인 52.98%

	1M	6M	12M
주가상승			
상대기준	6%	41%	36%
절대기준	13%	63%	27%

	현재	직전	변동
투자의견	Not Rated	-	-
목표주가	-	-	-
EPS(23)	2,052	-	-
EPS(24)	514	-	-

서부T&D 상대주가 (%)



서부T&D (006730)

2025년 영업이익 600억 원 상회 전망!!

2025년 호텔이 이끄는 성장세 이어질 전망

2025년 서부T&D 영업실적은 역대 최고치를 달성할 것으로 전망한다. 2025년 연결기준 매출액은 전년대비 +16.2% 성장한 2,180억 원, 영업이익은 전년대비 +46.5% 성장한 630억 원으로 추정한다. 연간 영업실적은 역대 최고 수준을 기록할 것으로 예상하며, 상반기보다 하반기 실적 개선폭은 더욱 높아질 전망이다.

긍정적 실적 성장을 예상하는 이유는 1) 방한 외국인 수요 확대에 따라 드래곤시티 호텔 ADR 및 OCC가 동시에 증가할 가능성이 높고, 2) 광화문 디타워 운영 수익 편입 효과와, 3) 하반기 재난지원금 편성에 따른 스퀘어원 실적 성장 가능성이 높기 때문이다.

호텔 실적 성장은 압도적

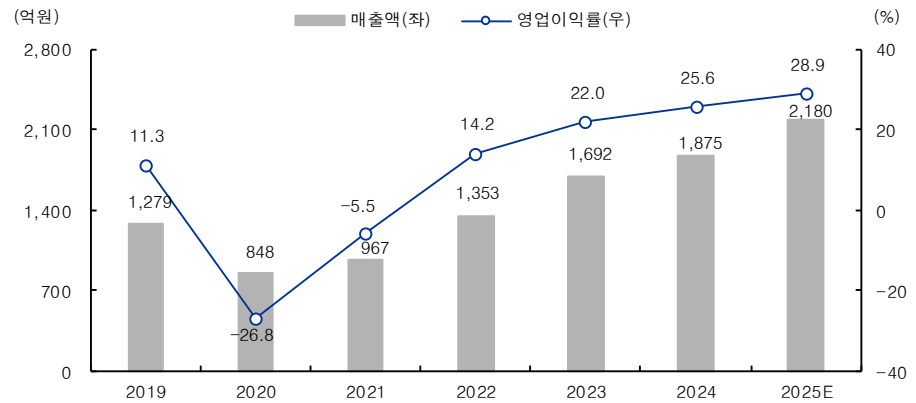
특히, 호텔사업부 실적 성장이 두드러질 것으로 예상한다. 그러한 이유는 1) 동사는 3~4성급 호텔 비중이(객실수 기준 80% 상회) 높아 방한 외국인 수요에 직접적인 대응이 가능하다는 점과, 2) 서울 호텔 공급 물량이 제한되며, 3) 방한 외국인 관광 시장 확대를 감안할 경우 최적의 위치를 가지고 있고, 4) 여전히 낮은 ADR 수준을 유지하고 있기 때문이다.

동사의 가장 큰 장점은 중국인 외 비중이 높고, 향후 중국인 무비자 입국 허용 시 단체 투숙객을 유치할 수 있는 Capa를 가지고 있다는 점이다. 서울 시장의 호텔 공급이 원활하지 않고, 예정되어 있는 파이프라인도 5성급 위주라는 점에서 수요 증가에 따른 효과는 가장 높을 것으로 기대한다.

(단위:십억원,배)	2020	2021	2022	2023	2024
매출액	85	97	135	169	187
영업이익	-23	-5	19	37	48
세전이익	-36	36	30	177	57
당기순이익	-35	40	17	138	34
EPS(원)	-514	597	248	2,052	514
증가율(%)	0.0	-216.0	-58.5	728.4	-74.9
영업이익률(%)	-27.1	-5.2	14.1	21.9	25.7
순이익률(%)	-41.2	40.2	18.5	87.0	34.8
ROE(%)	-5.5	6.2	2.5	18.0	3.7
PER	-12.9	13.4	28.5	3.5	10.5
PBR	0.7	0.8	0.7	0.6	0.4
EV/EBITDA	-350.4	123.6	36.5	25.1	24.3

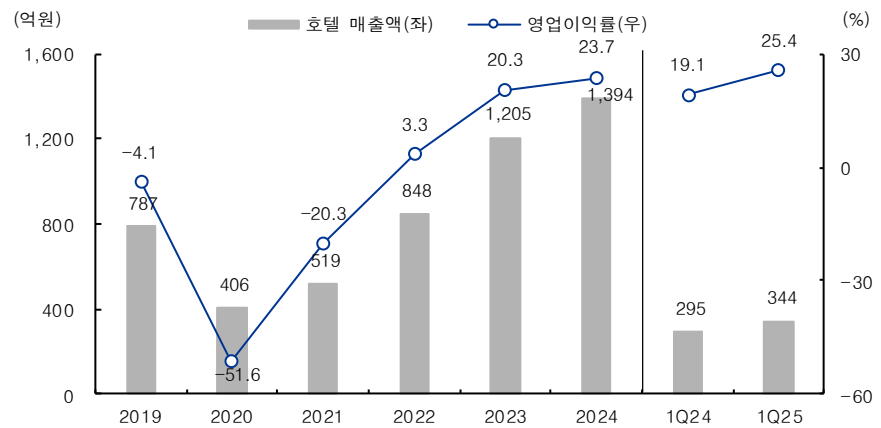
자료: Company data

그림 60. 서부T&D 매출액 및 영업이익률 추이 및 전망



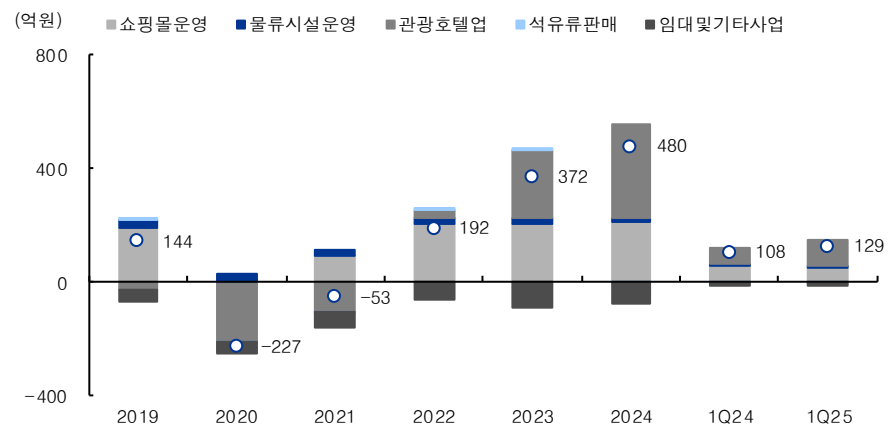
자료: 전자공시시스템, IBK투자증권

그림 61. 서부T&D 호텔사업부 매출액 및 영업이익률 추이



자료: 전자공시시스템, IBK투자증권

그림 62. 서부T&D 사업부별 영업이익 및 영업이익률 추이



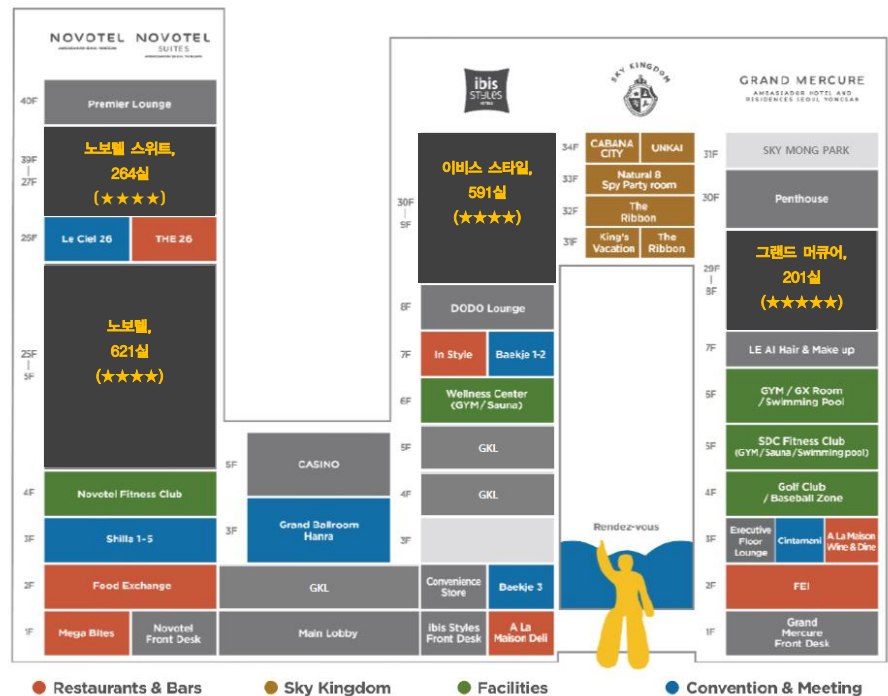
자료: 전자공시시스템, IBK투자증권

표 5. 서부T&D 보유부동산 현황

	인천 Site	용산 Site	신정동 Site
소재지	인천시 연수구 동춘동	서울시 용산구 한강로	서울시 양천구 신정동
현재 용도	판매시설, 문화 및 집회시설 등	• 호텔 Complex • 2023년 1월 GKL카지노 개장	상업지구(도시계획시설)자동차정류장/화물터미널
연 면적	169,074m ² (51,144평)	184,611m ² (55,844평)	약 816,000m ² (247,000평)
특징	• 연수신도시, 송도국제도시, 논현신도시 등 50만 배후 인구를 가진 입지 • 글로벌 SPA업체 및 MD별 Market Leader 업체 입점	• 국내 최대규모의 객실 및 연회시설 보유 • 용산역 3번출구와 연결되어 접근성 우수 • 전객실 한강/북한산 조망 가능 • 럭셔리부터 비즈니스까지 다양한 고객니즈 충족	• 서울 시내 최대규모 미개발 상업용지 • 서울 서부에서 부천까지 260만의 배후단지 확보 • 서울과 경인지역을 통과하는 물류/상업시설의 거점지역

자료: 서부T&D, IBK투자증권

그림 63. 드래곤시티 서울 호텔 및 시설 현황



자료: 서부T&D, IBK투자증권

그림 64. 서부T&D 종합개발 파이프라인



자료: 서부T&D, IBK투자증권

서부T&D (006730)

포괄손익계산서

(십억원)	2020	2021	2022	2023	2024
매출액	85	97	135	169	187
증가율(%)	na	14.1	39.9	25.0	10.8
매출원가	71	66	82	92	97
매출총이익	14	30	53	77	90
매출총이익률 (%)	16.5	30.9	39.3	45.6	48.1
판매비	36	36	34	40	42
판매비율(%)	42.4	37.1	25.2	23.7	22.5
영업이익	-23	-5	19	37	48
증가율(%)	na	-76.5	-459.7	94.0	28.9
영업이익률(%)	-27.1	-5.2	14.1	21.9	25.7
순금융손익	-31	-32	-32	-39	-43
이자손익	-30	-31	-32	-39	-49
기타	-1	-1	0	0	6
기타영업외손익	18	73	44	179	55
종속/관계기업손익	0	0	0	0	-2
세전이익	-36	36	30	177	57
법인세	-1	-3	5	29	-8
법인세율	2.8	-8.3	16.7	16.4	-14.0
계속사업이익	-35	39	25	147	65
중단사업손익	0	0	0	0	0
당기순이익	-35	39	25	147	65
증가율(%)	na	-211.3	-35.2	480.2	-56.2
당기순이익률 (%)	-41.2	40.2	18.5	87.0	34.8
지배주주당기순이익	-35	40	17	138	34
기타포괄이익	-4	1	0	49	118
총포괄이익	-39	40	25	197	182
EBITDA	-3	11	36	54	64
증가율(%)	na	-414.2	237.4	50.2	20.0
EBITDA마진율(%)	-3.5	11.3	26.7	32.0	34.2

투자지표

(12월 결산)	2020	2021	2022	2023	2024
주당지표(원)					
EPS	-514	597	248	2,052	514
BPS	9,283	9,888	10,077	12,744	15,145
DPS	43	44	45	46	100
밸류에이션(배)					
PER	-12.9	13.4	28.5	3.5	10.5
PBR	0.7	0.8	0.7	0.6	0.4
EV/EBITDA	-350.4	123.6	36.5	25.1	24.3
성장성지표(%)					
매출증가율	0.0	14.1	39.9	25.0	10.8
EPS증가율	0.0	-216.0	-58.5	728.4	-74.9
수익성지표(%)					
배당수익률	0.6	0.5	0.6	0.6	1.8
ROE	-5.5	6.2	2.5	18.0	3.7
ROA	-1.8	1.9	1.2	6.7	2.5
ROIC	-4.8	5.3	3.5	21.3	9.4
안정성지표(%)					
부채비율(%)	214.0	156.9	152.9	135.4	133.3
순차입금 비율(%)	117.1	80.5	85.7	76.9	77.8
이자보상배율(배)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
활동성지표(배)					
매출채권회전율	0.0	19.4	19.4	19.8	20.2
재고자산회전율	0.0	179.6	177.1	169.3	157.6
총자산회전율	0.0	0.0	0.1	0.1	0.1

*주당지표 및 밸류에이션은 지배주주순이익 및 지배주주지분 기준

재무상태표

(십억원)	2020	2021	2022	2023	2024
유동자산	196	216	143	138	148
현금및현금성자산	16	40	40	42	97
유가증권	158	159	90	82	37
매출채권	4	6	8	9	10
재고자산	0	1	1	1	1
비유동자산	1,783	1,842	1,923	2,210	2,746
유형자산	854	843	831	791	958
무형자산	1	1	0	0	0
투자자산	3	3	50	49	50
자산총계	1,979	2,058	2,066	2,348	2,894
유동부채	381	312	789	417	494
매입채무및기타채무	1	2	4	3	3
단기차입금	162	133	94	173	173
유동성장기부채	78	48	564	110	47
비유동부채	968	945	460	934	1,160
사채	0	0	0	20	0
장기차입금	672	663	171	589	879
부채총계	1,349	1,257	1,249	1,351	1,654
지배주주지분	626	667	679	859	998
자본금	29	30	30	31	34
자본잉여금	136	136	136	136	71
자본조정등	-21	-19	-20	-25	-13
기타포괄이익누계액	94	94	94	144	251
이익잉여금	389	427	440	574	656
비지배주주지분	4	134	137	138	242
자본총계	630	801	817	997	1,241
비이자부채	437	413	420	459	555
총차입금	912	844	829	892	1,099
순차입금	738	645	700	767	965

현금흐름표

(십억원)	2020	2021	2022	2023	2024
영업활동 현금흐름	-10	8	39	49	63
당기순이익	-35	39	25	147	65
비현금성 비용 및 수익	33	-23	13	-94	2
유형자산감가상각비	19	15	16	16	16
무형자산상각비	0	0	0	0	0
운전자본변동	-8	-5	4	-5	-4
매출채권등의 감소	3	-2	-3	-1	0
재고자산의 감소	0	0	0	0	0
매입채무등의 증가	-2	1	1	-1	0
기타 영업현금흐름	0	-3	-3	1	0
투자활동 현금흐름	-77	-19	16	-57	3
유형자산의 증가(CAPEX)	3	5	7	11	3
유형자산의 감소	0	0	0	0	0
무형자산의 감소(증가)	0	0	0	0	0
투자자산의 감소(증가)	-23	-15	-43	-59	-54
기타	-57	-9	52	-9	54
재무활동 현금흐름	91	35	-55	11	-11
차입금의 증가(감소)	568	-18	70	527	107
자본의 증가	1	134	0	0	0
기타	-478	-81	-125	-516	-118
기타 및 조정	1	0	-1	0	0
현금의 증가	5	24	-1	3	55
기초현금	11	16	40	40	42
기말현금	16	40	40	42	97

Compliance Notice

동 자료에 게재된 내용들은 외부의 압력이나 부당한 간섭없이 본인의 의견을 정확하게 반영하여 작성되었음을 확인합니다.

동 자료는 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.

동 자료는 조사분석자료 작성에 참여한 외부인(계열회사 및 그 임직원등)이 없습니다.

조사분석 담당자 및 배우자는 해당종목과 재산적 이해관계가 없습니다.

동 자료에 언급된 종목의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.

당사는 상기 명시한 사항 외 고지해야 하는 특별한 이해관계가 없습니다.

종목명	담당자	담당자(배우자) 보유여부			1%이상	유가증권	계열사	공개매수	IPO	회사채	중대한	M&A
		수량	취득가	취득일	보유여부	발행관련	관계여부	사무취급		지급보증	이해관계	
해당 사항 없음												

투자의견 안내 (투자기간 12개월)

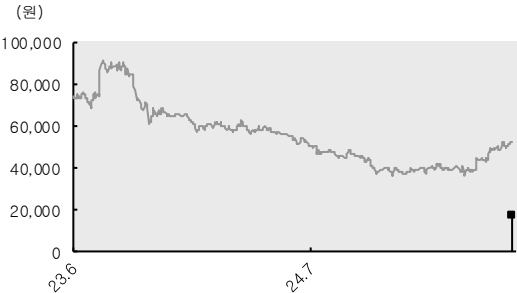
종목 투자의견 (절대수익률 기준)			
매수 15% 이상	Trading Buy (중립) 0%~15%	중립 -15%~0%	축소 -15% 이상 하락
업종 투자의견 (상대수익률 기준)			
비중확대 +10% ~	중립 -10% ~ +10%	비중축소 ~ -10%	

투자등급 통계 (2024.04.01~2025.03.31)

투자등급 구분	건수	비율(%)
매수	127	90.7
Trading Buy (중립)	8	5.7
중립	5	3.6
매도	0	0

최근 2년간 주가 그래프 및 목표주가(대상 시점 1년) 변동 추이

(▲) 매수, (■) Trading Buy (중립), (●) 중립, (◆) 축소, (■) Not Rated / 담당자 변경

호텔신라	추천일자	투자의견	목표가(원)	괴리율(%)	
				평균	최고/최저
	2025.07.01	Trading Buy	55,000		



IBKS Research Center

성명	직급	담당업종	전화	이메일
용대인	전무(부문장)	총괄	6915-5400	daeinyong@ibks.com
이승훈	상무대우(본부장)	인터넷/게임	6915-5680	dozed@ibks.com

투자분석부

변준호	연구위원	Strategy	6915-5670	ymaezono@ibks.com
정용택	수석 Economist	Economy	6915-5701	ytjeong0815@ibks.com
김인식	연구위원	자산배분/ETF	6915-5472	kds4539@ibks.com
정형주	연구위원	채권/크레딧	6915-5654	hjjeong@ibks.com
조경진	연구위원	해외주식	6815-5464	ckjiins@ibks.com
권순호	연구원	Quant	6915-5667	snowkonn@ibks.com

기간산업분석부

이동욱	연구위원	화학/정유	6915-5671	ttreestump@ibks.com
남성현	연구위원	유통·식자재/지주	6915-5672	rockrole@ibks.com
김유혁	연구위원	미디어/엔터	6915-5673	yuhyuk.kim@ibks.com
이현욱	연구원	자동차/2차전지	6915-5659	hwle1125@ibks.com
오지훈	연구원	조선/기계	6915-5662	jihoonoh@ibks.com

혁신기업분석부

이건재	연구위원	소재·부품·장비/스몰캡	6915-5676	geonjaelee83@ibks.com
김운호	연구위원	IT/반도체	6915-5656	unokim88@ibks.com
김태현	연구위원	음식료/유틸리티/통신	6915-5658	kith0923@ibks.com
정이수	연구위원	제약/바이오	6915-5677	ysjeong306@ibks.com
조정현	연구원	건설/부동산	6915-5660	controlh@ibks.com
강민구	연구원	IT/디스플레이	6915-5473	kmg@ibks.com

“국민과 중소기업에 필요한 참 좋은 IBK투자증권”



서울특별시 영등포구 여의도동 국제금융로 6길 11
대표번호 02-6915-5000
고객지원부 1588-0030, 1544-0050

영업부	02) 6915-2626	IBK WM센터 대구	053) 752-3535
강남센터	02) 2051-5858	IBK WM센터 광주	062) 382-6611
강남역 금융센터	02) 532-0210	IBK WM센터 일산	031) 904-3450
분당센터	031) 705-3600	IBK WM센터 판교	031) 724-2630
IBK WM센터 역삼	02) 556-4999	IBK WM센터 평촌	031) 476-1020
IBK WM센터 목동	02) 2062-3002	IBK WM센터 천안	041) 569-8130
IBK WM센터 강남	02) 2057-9300	IBK WM센터 부산	051) 741-8810
IBK WM센터 한남동	02) 796-8500	IBK WM센터 창원	055) 282-1650
IBK WM센터 중계동	02) 948-0270	IBK WM센터 울산	052) 271-3050
IBK WM센터 반포자이	02) 3481-6900	IBK WM센터 시화공단	031) 498-7900
IBK WM센터 동부이촌동	02) 798-1030	IBK WM센터 남동산단	032) 822-6200