



Overweight

Top Picks 및 관심종목

*CP 2026년 1월 14일

GS피앤엘(499790)

BUY | TP 62,000원 | CP 44,750원

서부T&D(006730)

BUY | TP 17,500원 | CP 13,320원



Analyst 이기훈 sacredkh@hanafn.com
RA 김현수 hyunsookim@hanafn.com

하나증권 리서치센터

2026년 1월 15일 | 산업분석_Earnings Preview

호텔

이미 사상 최대 인바운드에 한일령 수혜까지

호텔업의 구조적 성장을 전망하며 투자의견 BUY로 커버리지 개시

2025년 방한 관광객 수는 약 1,875만명(+15%)으로 사상 최대가 예상되는 가운데, 한일령의 수혜와 한국의 구조적 관광 수요 확대로 2027년까지 사상 최대가 이어질 것이다. 다만, 서울의 호텔 객실 공급은 제한적이어서 향후 2년간 OCC와 ADR 동반 상승에 따른 사상 최대 실적이 이어질 것이다. 서울의 4~5성급호텔 사업을 영위하는 GS피앤엘과 서부T&D에 대한 투자의견 BUY, 목표주가는 각각 6.2만원/1.75만원으로 신규 커버리지를 제시한다. GS 피앤엘은 강남이라는 압도적 지리적 이점에 더해 리뉴얼한 웨스틴의 가파른 턴어라운드가 예상되며, 서부T&D는 내 상대적으로 낮은 OCC와 ADR이 오히려 높은 성장 여력으로 작용할 것이며 용산/신정동 부지의 개발 이익까지 더해질 것이다. 호텔도 카지노 산업도 호텔룸이 곧 Capa.이기에 각각 1,700실/1,600실로 많은 서부T&D와 롯데관광개발을 레저 산업 내 최선호로 제시한다.

한일령을 통해 보는 한일령의 수혜

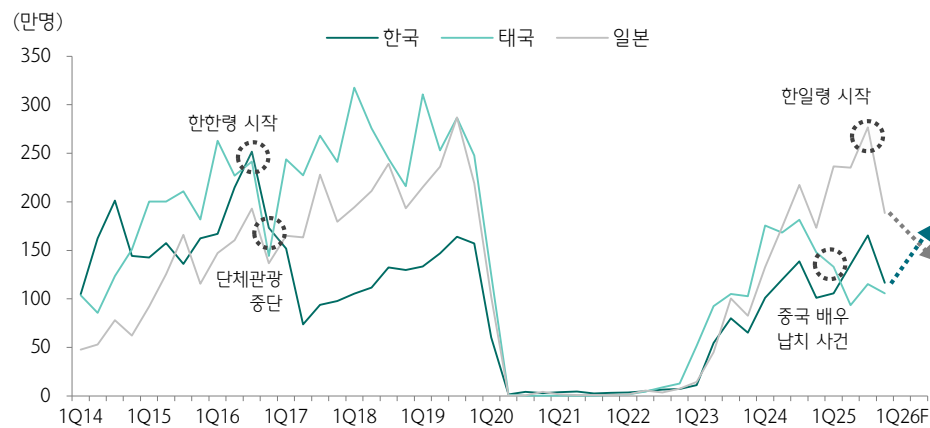
중일 관계 악화로 한국 인바운드의 반사 수혜가 기대된다. 작년 11월 이후 중국의 일본항 노선 감소 및 희토류 수출 제한 등의 규제는 과거 한국의 사례와 매우 유사하다. 2016년 방한 중국인 870만명을 기록한 이후 1년만에 약 52%(약 390만명) 감소했는데, 이듬해 일본과 태국의 중국 관광객이 각각 약 100만명씩 증가했다. 최근 언론을 통해 중국도 일본항 비자 발급을 40% 줄이라고 지시했기에 이번에는 한국이 비슷한 수준의 수혜가 있을 것으로 예상된다. 2027년까지 방한 관광객 수는 2,350만명(2025년 대비 +25%), 이 중 중국은 800만명(+45%)으로 2016년 수준을 회복할 것으로 전망한다. 해당 전망은 한중 노선의 회복을 전제로 하는데, 빠르면 상반기에 일부 확인할 수 있을 것으로 기대된다.

구조적 수요 확대 및 호텔 공급 부족으로 ADR 상승 전망

환율 약세와 K-컬처 등의 수혜로 인해 유로모니터에 따르면 서울이 2025년 전세계 매력적인 여행지 10위(2022년 26위)에 처음 진입했다. 구조적 수요 확대가 나타나는 가운데, 호텔의 공급은 매우 부족하다. 2024년 기준 서울 호텔 객실 수는 약 5.3만실, OCC는 79%를 기록했다. 2025년에는 82~84% 수준으로 추정되는데, 2027년까지 외국인 관광객이 450만명 이상 증가하고 이 중 80%가 서울을 방문한다는 가정 하에서는 최소 일 평균 5,000실 수준의 객실이 필요하다. 이는 2년 내 OCC가 최소 5% 이상 상승할 수 있음을 의미한다. 향후 2년내 서울 호텔 OCC는 85%를 넘어설 것이고 ADR은 15~20% 상승하면서 사상 최대 실적이 이어질 것이다.

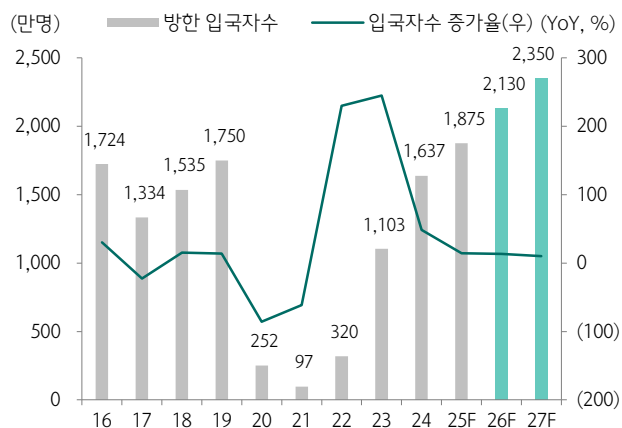
Key Charts

중국인 관광객 입국자 수 분기별 추이 및 전망



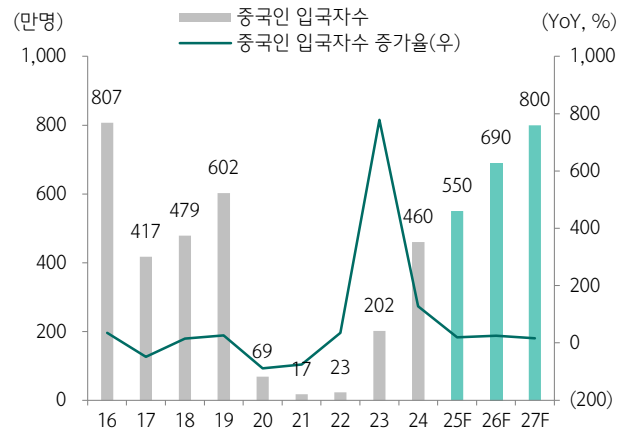
자료: 한국관광공사, Bloomberg, 하나증권

외국인 인바운드 전망치- 정부 목표치 2027년 3,000만명



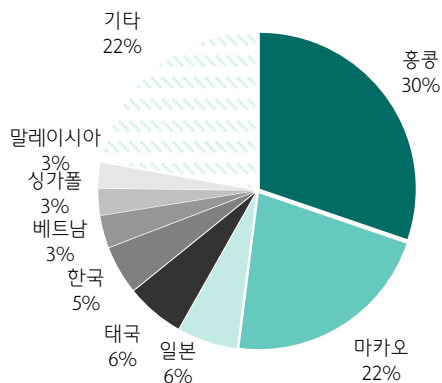
자료: 한국관광공사, 하나증권

중국 인바운드 추이와 전망



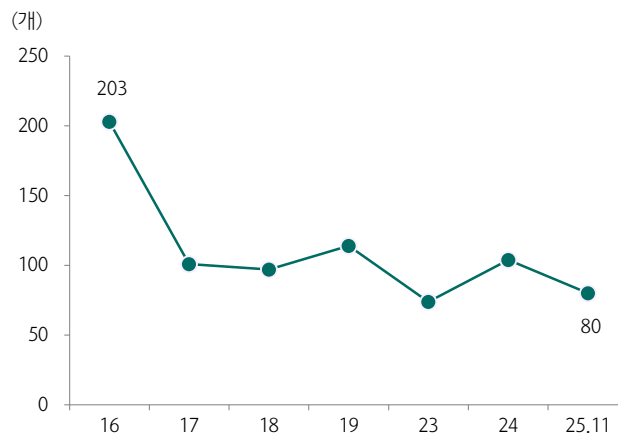
자료: 한국관광공사, 하나증권

중국인 아웃바운드 국가: 일본>태국>한국 (2024)



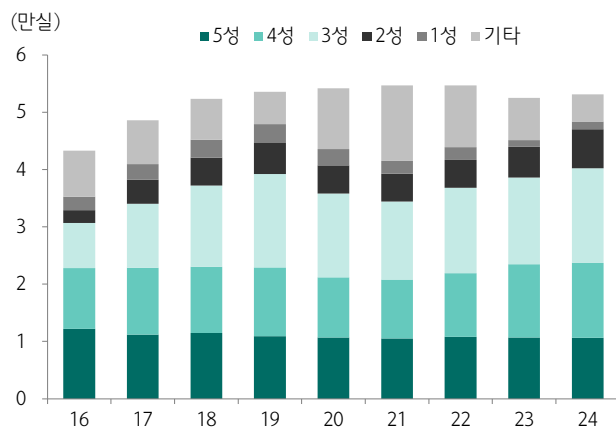
자료: Bloomberg, 하나증권

연도별 한중 노선 수



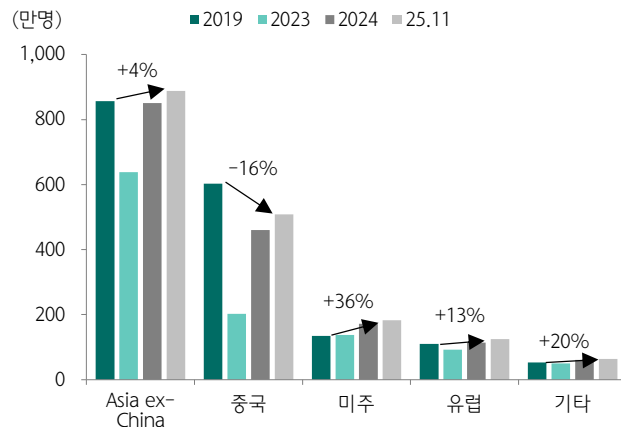
자료: 한국공항공사, 하나증권

서울 호텔 객실 수 추이



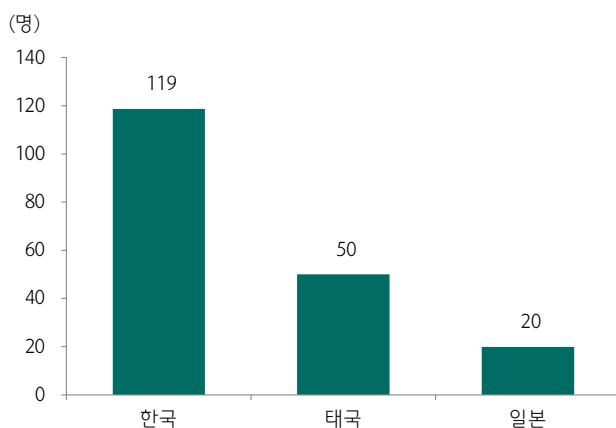
자료: 문화체육관광부, 하나증권

방한 관광객 지역별 추이



자료: Bloomberg, 하나증권

객실당 외래 관광객 수 (2024)



자료: JHR, Savill, 한국호텔업협회, 하나증권

서울 5성급 호텔 OCC/ADR 추이



자료: JHR, Savill, 한국호텔업협회, 하나증권

국내 주요 5성급 호텔 목록

호텔명	객실수
그랜드 하얏트 서울	615실
몬드리안 서울 이태원	295실
그랜드 머큐어 앰배서더 호텔 앤 레지던스 서울 용산	202실
노보텔 스위트 앰배서더 서울 용산	286실
노보텔 앰배서더 서울 용산	621실
노보텔 앰배서더 서울 동대문	523실
앰배서더 서울 풀만	269실
더 플라자	306실
롯데호텔 서울	1,015실
르메르디앙 서울 명동	200실
반얀트리 클럽 앤 스파 서울	50실
서울신라호텔	464실
웨스턴 조선 서울	462실
호텔 나루 서울 엠갤러리	196실
총 14개 호텔	5,504실

호텔명	객실수
JW 메리어트 동대문 스퀘어 서울	170실
포 시즌스 호텔 서울	317실
총 2개 호텔	487실

호텔명	객실수
메리어트 이그제큐티브 아파트먼트 서울	103실
콘래드 서울	434실
페어몬트 앰배서더 서울	308실
총 3개 호텔	845실

호텔명	객실수
그랜드 인터컨티넨탈	550실
노보텔 앰배서더 서울 강남	332실
안다즈 서울 강남	241실
조선 팰리스 서울 강남	254실
파크 하얏트 서울	185실
오크우드 프리미어 코엑스 센터	280실
웨스턴 서울 파르나스	564실
롯데호텔 월드	477실
소피텔 앰배서더 서울	563실
시그니엘 서울	235실
JW 메리어트 호텔 서울	379실
총 11개 호텔	4,060실

자료: 언론, 하나증권

1. 관광 수요의 구조적 성장에도 제한된 호텔 공급

1) 한한령을 통해 보는 한일령의 수혜

한한령처럼 한일령 장기화 전망

중일 관계가 급속도로 냉각되면서 한국 인바운드의 반사 수혜가 기대된다. 2025년 11월 7일 일본 총리의 대만 관련 발언으로 14일 중국 외교부에서 일본 여행 자제 권고를 발표했다. 이후 중국은 일본행 노선 감소와 희토류 수출 제한, 일본은 대만 인근 미사일 배치 추진 등으로 사태가 장기화되고 있다. 이는 2016~2017년에 있었던 한한령과 매우 유사한 흐름이다. 사드 갈등 이후 한국 단체 관광 상품 판매 금지 및 한한령이 시작되었는데, 10년이 지난 지금도 여전하다. 2016년 약 870만명으로 최고치를 기록하던 방한 중국인은 1년만에 약 52%(약 390만명) 감소했으며 한중 노선 및 운항편수도 각각 101개/3만편(-50%/-21%) 줄어들었다. 2025년 11월 기준 한중 노선 수는 80개, 연간 예상 방한 중국인은 약 550만명으로 2016년 대비 약 70% 회복한 수준에 불과하다.

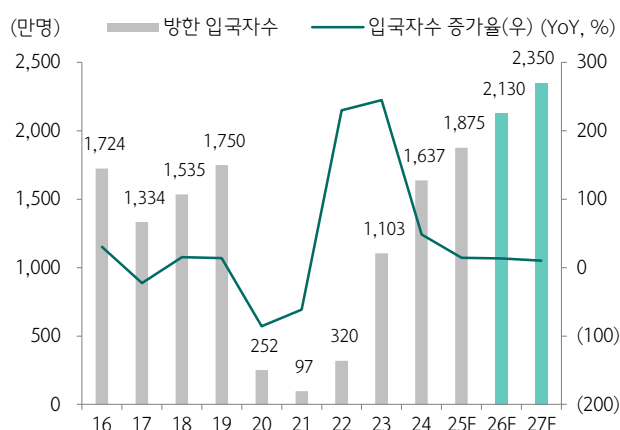
한한령 당시 일본과 태국이 반사 수혜로 이듬해 중국인 관광객 수가 각각 약 100만명씩 (YoY +15%/+12%) 증가했다. 마찬가지로 한일령이 장기화된다면 방한 중국인의 증가로 이어질 것이며, 단체관광 무비자 시행 정책이 높은 시너지를 낼 수 있을 것으로 예상된다.

도표 1. 한한령&한일령 규제 타임라인

한한령 타임라인		한일령 타임라인	
날짜	내용	날짜	내용
2016년 7월	한국 정부의 사드 배치 공식 발표	2025년 11월 7일	일본 총리의 대만 관련 발언
2016년 9-10월	중국 드라마에서 한국 배우 하차	2025년 11월 14일	중국 외교부 일본 여행 자제 권고
	한국 드라마 동시방영 예정작 심의/편성 보류	2025년 11월 19일	중국, 일본산 수산물 수입 전격 중지
2016년 11-12월	한국 드라마 16편 심의 보류	2025년 11월 24일	일본 영화/애니 상영 연기
	예정되어 있던 <화랑> 동시방영 중단		일본, 대만 인근 미사일 배치 추진
2017년 3월	한국 단체 관광 상품 판매 금지	2025년 11월 29일	중국 항공사, 일본 노선 일부 운항 중단

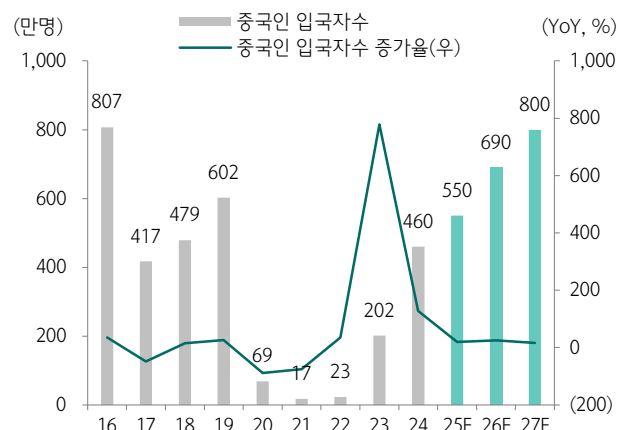
자료: 언론, 하나증권

도표 2. 외국인 인바운드 전망치- 정부 목표치 2027년 3,000만명



자료: 한국관광공사, 하나증권

도표 3. 중국 인바운드 추이와 전망



자료: 한국관광공사, 하나증권

중국의 일본행 노선 감소가 한한령
당시와 비슷해 관광객 감소 폭도
비슷한 수준 예상

중국의 제재 후 약 2주만에 베이징-삿포로, 푸저우-나고야 등 12월에 예정되었던 중일 항공 노선 15개와 항공편 약 1,200편(-25%)이 감편되었다. 이는 한한령 당시와 비슷한 수준으로, 2017년 4월에 예정되었던 한중 운항 편수는 약 1,086편(-22%) 감소했다. 또한, 최근 중국 언론에 따르면 정부가 일본행 비자 신청 건수를 3월까지 40% 줄이도록 비공식 지시한 것으로 보도되었는데, 역시 한한령 당시 방한 중국인 감소 폭(48%)과 매우 유사하다.

태국은 중국 배우의 납치 사건과
전쟁 등으로 여행 수요 감소 중

중국의 해외여행 선호도는 홍콩/마카오를 제외하면 일본/태국/한국 순인데, 태국에 다양한 이슈들이 상존해 있다. 우선, 2025년 1월 중국 배우의 납치 사건이 보도되면서 3분기 누적 방한 중국인 수는 342만명(-35%)을 기록했다. 동기간 방한 중국인은 424만명(+17%), 방일 중국인은 750만명(+43%)을 기록했다. 12월에는 태국-캄보디아 분쟁으로 인근 지역에서 경계 조치가 시행되는 등 치안 상황이 악화되고 있다.

또한, 해외 여행 수요를 좌우하는 핵심은 시간과 비용이다. 그런 면에서 환율도 중요한 부분인데, 원화/엔화는 약세인 반면 바트화는 강세가 지속되고 있다. 언론에 따르면 금 수출이 급증에 더해 동남아 내 자금세탁 수요까지 기여하고 있다고 언급했는데, 2022년 말 이후 위안화 대비 태국 바트는 약 10% 절상된 반면 원화는 약 13% 절하되었다. 태국 내 다양한 이슈와 환율 영향으로 한국의 수혜가 상대적으로 더 높을 것이라 전망한다.

도표 4. 태국, 일본, 한국 2019년과 2024년 외래 관광객 수 비교

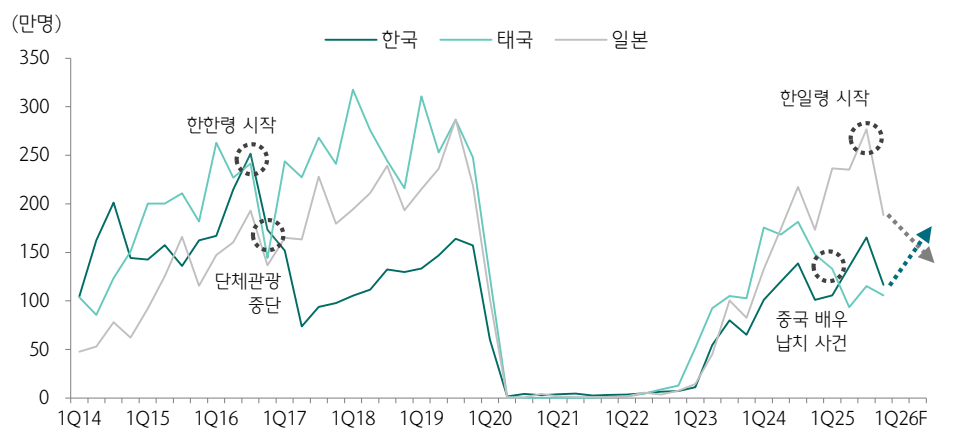
(단위: 만명)

	외래 관광객 수				중국인 관광객 수		
	2019	2024	2025F	증장기 목표*	2019	2025F	회복률
태국	3,992	3,555	3,297	3,670 ('26년)	1,098	443	40%
일본	3,188	3,687	3,907	6,000 ('30년)	958	933	95%
한국	1,750	1,637	1,870	3,000 ('30년)	602	546	91%

*각 국 정부 목표치 인용

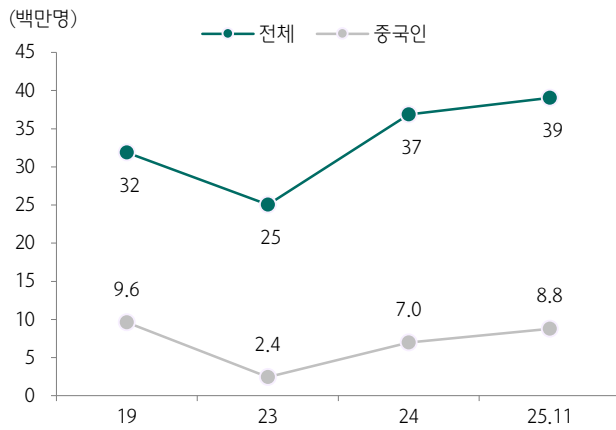
자료: Bloomberg, 언론, 하나증권

도표 5. 중국인 관광객 입국자 수 분기별 추이 및 전망



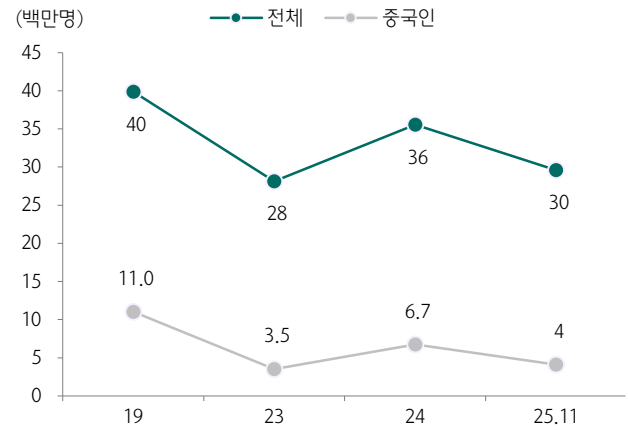
자료: 한국관광공사, Bloomberg, 하나증권

도표 6. 방일 관광객 추이



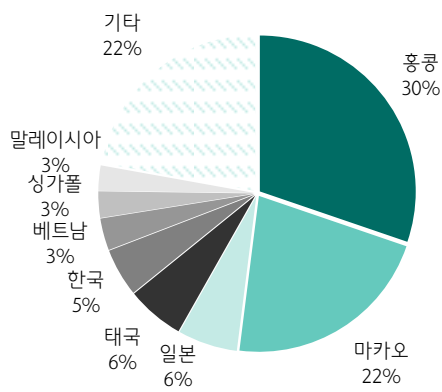
자료: Bloomberg, 하나증권

도표 7. 방태 관광객 추이



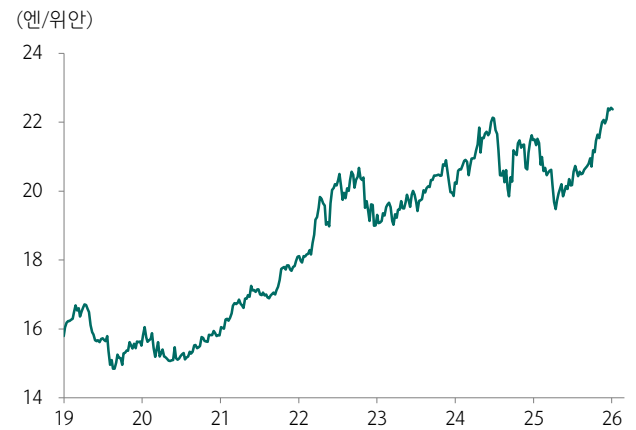
자료: Bloomberg, 하나증권

도표 8. 중국인 아웃바운드 국가: 일본>태국>한국 (2024)



자료: Bloomberg, 하나증권

도표 9. 엔/위안 환율 추이



자료: Investing.com, 하나증권

도표 10. 원/위안 환율 추이



자료: Quantiverse, 하나증권

도표 11. 바트/위안 환율 추이



자료: Investing.com, 하나증권

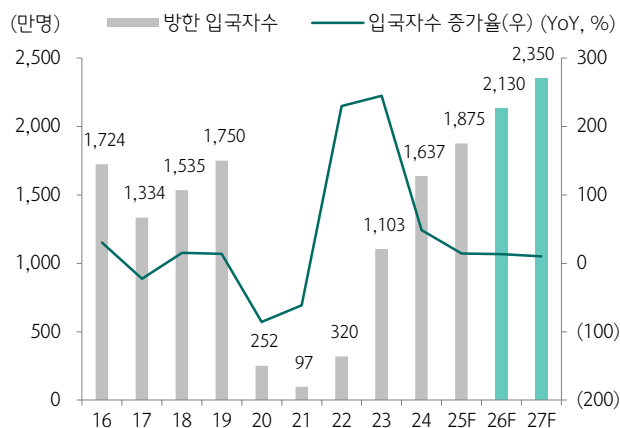
2) 2027년까지 방한 관광객 2,350만명(+25%) 전망

2027년까지 관광 수요는 사상 최대를 경신할 것

2027년 예상 방한 관광객 수는 2,350만명(2025년 대비 +25%)으로 한국의 관광 경쟁력 확대와 한일령 수혜에 따른 중국 관광객 증가를 전망한다. <케이팝데몬헌터스> 등 K-컬처의 흥행으로 인해 관광지로서 매력에 지속 상승하고 있는데, 한국여행 관심 계기 중 1위가 한류 콘텐츠(42%)까지 상승했다. 또한, 유로모니터에 따르면 서울이 2025년 전세계 매력적인 여행지 10위에 오르며 TOP10에 처음으로 진입했다.

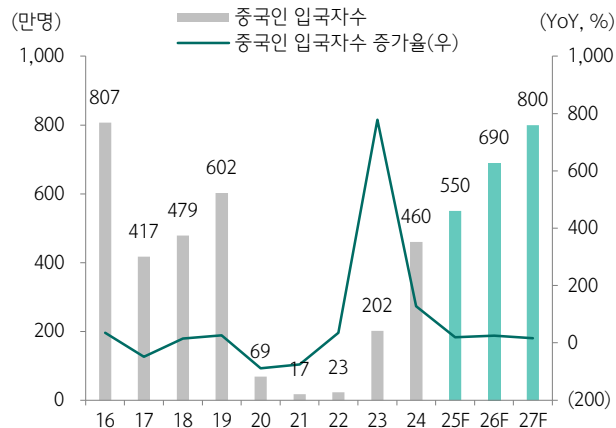
또한, 중국의 경우 단체관광 무비자가 2025년 10월부터 시행되었기에 관광상품 기획/모객에 통상 1~2개월의 리드타임이 소요되는 점과 통상 한국의 1~2월이 비수기임을 감안하면 2분기 이후 무비자 효과가 본격적으로 나타날 것으로 예상된다. 전술했듯이 현재 방중 노선이 2016년 대비 해서 절반도 되지 않아 회복 속도는 아직 더딘데 한일령의 수혜로 상반기 내 중국과 지방 노선들까지 연결된다면 그 수혜가 훨씬 극대화 될 것이다. 아시아나 항공은 2026년 3월 하계 스케줄부터 중국 노선을 16->18개로, 운항 횟수는 144->165회로 확대할 계획이며, 언론에 따르면 제주항공 등 LCC도 신규 취항을 검토 중이다.

도표 12. 외국인 인바운드 전망치- 정부 목표치 2029년 3,000만명



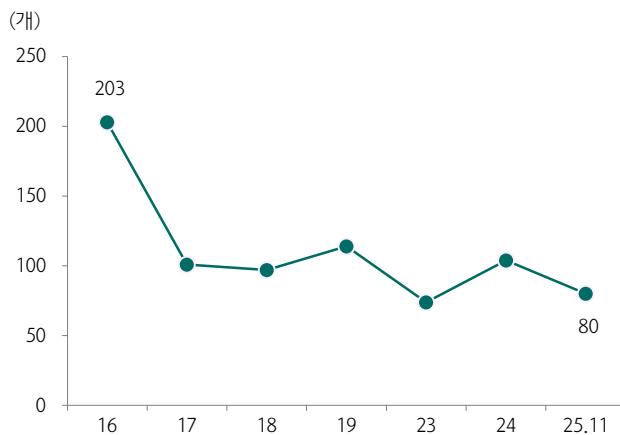
자료: 한국관광공사, 하나증권

도표 13. 중국 인바운드 추이와 전망



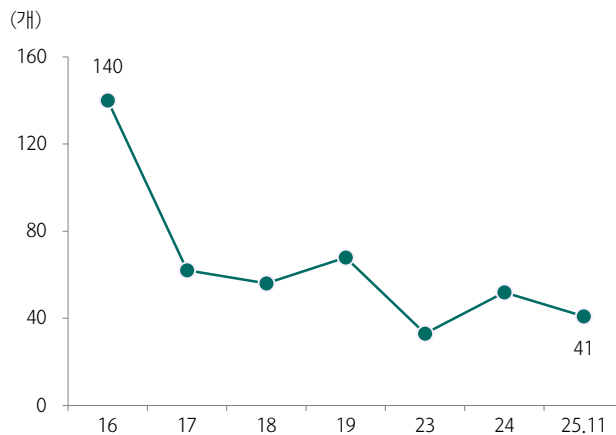
자료: 한국관광공사, 하나증권

도표 14. 연도별 한중 노선 수



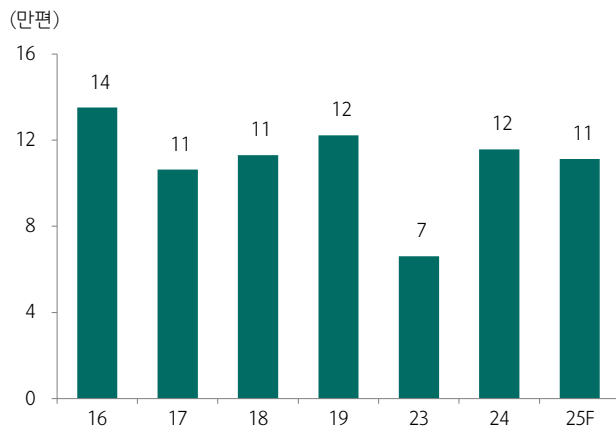
자료: 한국항공공사, 하나증권

도표 15. 국내 지방도시-중국 간 노선 수



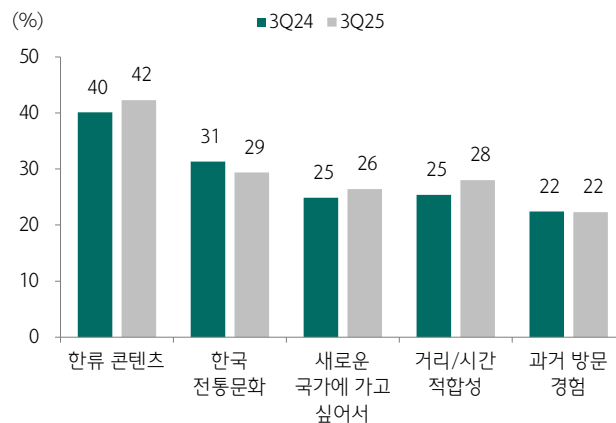
자료: 한국항공공사, 하나증권

도표 16. 한중 항공 운항편수 추이



자료: 한국공항공사, 하나증권

도표 17. 한국여행 관심 계기



자료: 문화체육관광부, 하나증권

도표 18. 관광 도시 TOP 100: 주요 아시아 국가 여행지 중 서울 상승폭 가장 큼

순위	2022	2023	2024	2025
1위	파리	파리	파리	파리
2위	두바이	두바이	마드리드	마드리드
3위	암스테르담	마드리드	도쿄	도쿄
4위	마드리드	도쿄	로마	로마
5위	로마	암스테르담	밀란	밀란
6위	런던	베를린	뉴욕	뉴욕
7위	뮌헨	로마	암스테르담	암스테르담
8위	베를린	뉴욕	시드니	바르셀로나
9위	바르셀로나	바르셀로나	싱가폴	싱가폴
10위	뉴욕	런던	바르셀로나	서울
11위	프라하	싱가포르	대만	-
12위	리스본	뮌헨	서울	
13위	밀란	밀란	런던	
14위	로스앤젤레스	서울	두바이	
20위	도쿄	리스본	말버른	-
26위	서울	-	-	

자료: Euromonitor, 하나증권

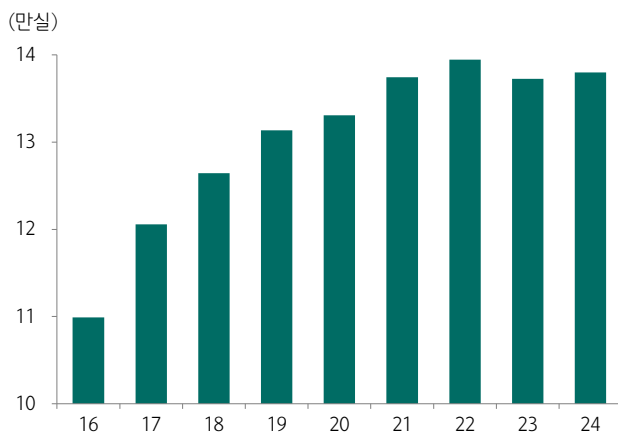
3) 다만, 수요가 높은 서울 호텔의 신규 공급은 매우 제한적

수요에 비해 2027년까지
객실 공급은 제한적

사상 최대가 이어지고 있는 관광 수요에 비해 객실 공급은 제한적이다. 2024년 기준 서울의 호텔 객실 수는 5.3만실, 이 중 5성급만 보면 약 1.1만실로 2019년 대비 각각 -1%/-3% 감소했다. 팬데믹 동안 경영악화에 따른 폐업이 많았으며 최근 토지 가격 상승으로 신규 호텔 공급도 쉽지 않기 때문이다. 착공부터 준공까지는 통상 3-4년의 시간이 소요되는데, 2015년부터 2017년까지 연평균 75건을 기록하던 착공 건수가 2022년 14건으로 급락했으며 2023년에는 27건에 그쳤다. 2024년 착공 건수는 10건으로 최근 10년 중 역대 최저치를 기록했기 때문에 2027년까지 신규 객실 공급은 매우 제한적인 수준이 될 것이다.

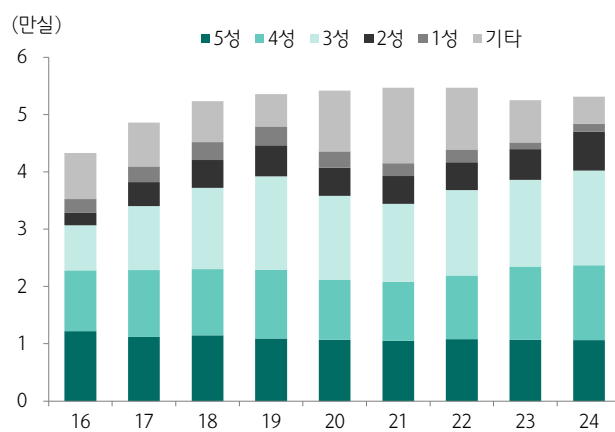
아시아 주요 국가들과 비교해도 너무 부족하다. 2024년 기준 일본은 178만실, 태국인 71만 실인데, 한국은 전국 관광 호텔 객실 수 기준으로 14만실에 불과하다. 국가별로 객실 1개당 외래 관광객 수를 단순 산출해보면 일본이 21명, 한국은 119명으로 과부족 상태가 확인된다. 특히, 방한 관광객의 약 80%가 서울을 방문하는데 5성급 기준 신규 공급은 2025년 9월 웨스틴 조선 서울을 포함해 2027년까지 약 900실로 매우 제한적이다.

도표 19. 전국 관광 호텔 객실 수 추이



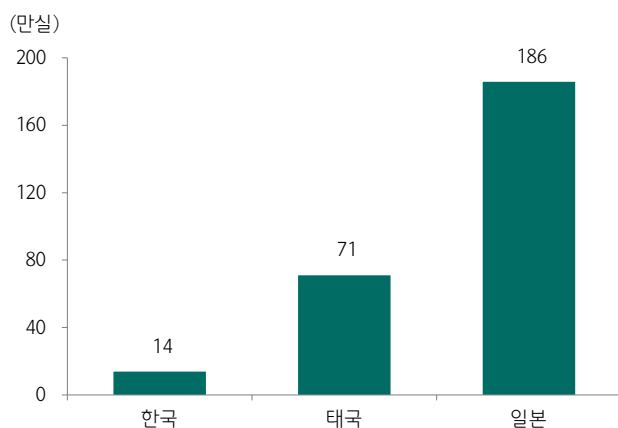
자료: 문화체육관광부, 하나증권

도표 20. 서울 호텔 객실 수 추이



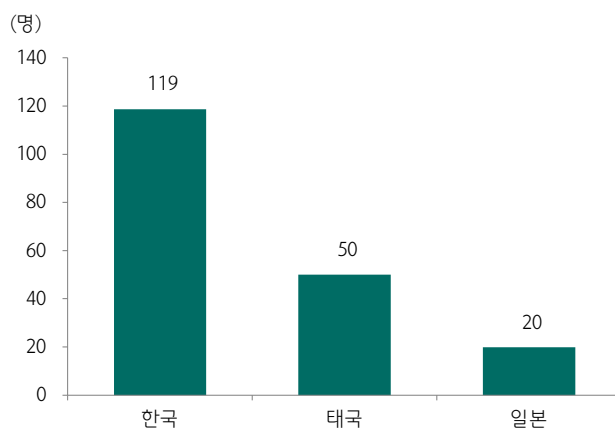
자료: 문화체육관광부, 하나증권

도표 21. 국가별 객실 수 현황 (2024)



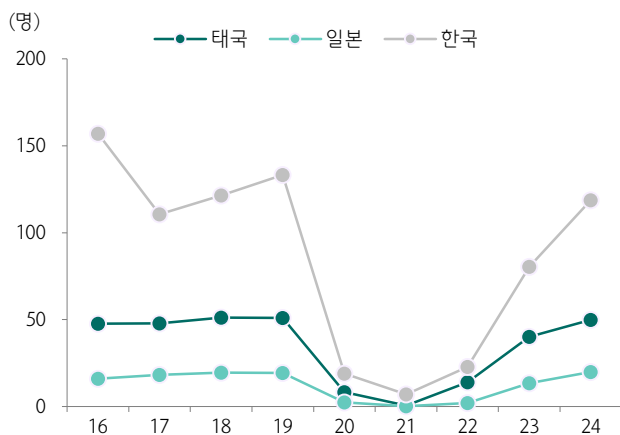
자료: JHR, LH, 한국호텔업협회, 하나증권

도표 22. 객실당 외래 관광객 수 (2024)



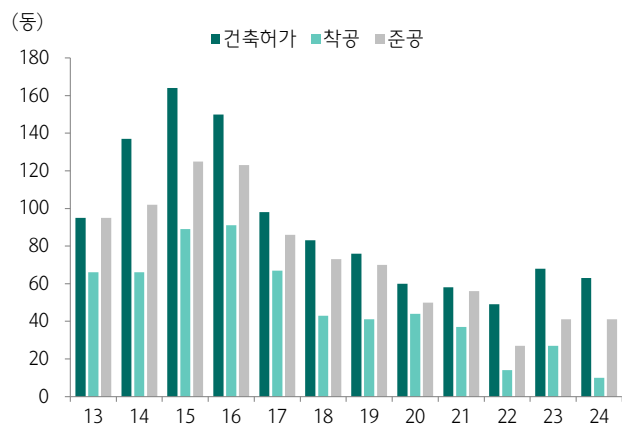
자료: JHR, LH, 한국호텔업협회, 하나증권

도표 23. 국가별 객실당 관광객 수 추이



자료: JHR, LH, 한국호텔업협회, 하나증권

도표 24. 서울 숙박시설 건축허가/착공/준공 현황



자료: 세종터, 하나증권

도표 25. 주요 신규 개관 호텔

	호텔명	오픈 시기	위치	운영	객실 수	신규/리뉴얼 여부
2025	썬비치 남해	7월	경남 남해	소노인터내셔널	451	신규
	카시아 색달 제주	10월	제주 서귀포	반얀트리	86	신규
	L7 청량리 바이룻데	12월	서울 동대문	호텔롯데	264	신규
	웨스틴 서울 파르나스	9월	서울 강남	매리어트	564	리뉴얼
	소노캄 경주	9월	경북 경주	소노인터내셔널	418	리뉴얼
2026	메종 델라노	2026년	서울 강남	Accor	81	신규
	그랜드 켄싱턴 설악비치	2026년	강원도 속초	이랜드파크	135	신규
	반얀트리 해운대 부산	2026년	부산 해운대	반얀트리	195	신규
	쉐라톤 제주	2026년 하반기	제주	매리어트	402	리뉴얼
2027	로즈우드호텔 용산	2027년	서울 용산	Rosewood Hotels & Resorts	250	신규
	인터컨티넨탈 평택	2027년	경기도 평택	IHG(InterContinental Hotels & Resorts)	244	신규
	부영호텔	2027년	서울 광진	부영그룹	604	신규

자료: 언론, 하나증권

도표 26. 국내 주요 호텔 업체 실적 추이

(단위: 억원)

기업명	주요 운영 호텔	2019		2023		2024	
		매출액	영업이익	매출액	영업이익	매출액	영업이익
호텔롯데	롯데호텔, 롯데시티호텔, L7호텔 바이 롯데	9,060	-	12,917	-	14,191	-
호텔신라	신라호텔	5,705	288	6,825	689	7,180	645
조선호텔앤리조트	웨스틴 조선, 레스케이프호텔	2,089	(124)	5,562	415	6,535	440
파라다이스세가사미	파라다이스시티	4,633	199	4,487	563	5,393	747
파르나스호텔	인터컨티넨탈, 파르나스 제주, 웨스틴 서울 파르나스	3,056	642	4,822	1,024	4,545	840
SK네트웍스	위커힐, 다락휴	3,793	-	2,720	-	3,210	-
미래에셋컨설팅	포시즌스호텔 서울, 코트야드 메리어트 판교	1,137	-	1,556	-	1,679	-
신라에이치엠	신라스테이, 신라모노그램, 신라스테이플러스	1,029	125	1,492	281	1,636	306
서부T&D	서울드래곤시티	787	-	1,205	-	1,394	-
글래드호텔앤리조트	글래드호텔	608	(19)	1,047	250	1,103	276

자료: 언론, 하나증권

2025년 서울의
예상 OCC는 82~84%로,
향후 수요 증가 시
최대 수준(85~90%)까지
상승 가능

공급 부족으로 OCC는 꾸준히 상승할 것이다. 호텔업에서는 서비스 품질 유지 및 고객 만족도 향상을 위해 일정 비율의 유휴 객실이 필수적이다. 통상적으로 3~4성급 호텔은 90%, 5성급 호텔은 85%가 최대 수준이다. 그러나, 2019년과 비교하면 객실 수는 소폭 감소하고 관광객은 더 많이 오면서 2024년 기준 OCC가 79%로 이미 2019년을 상회했다. 2025년 관광객 증분이 약 240만명이고, 이 중 서울 방문이 80%라고 가정하면 매일 약 5,000명 혹은 2인 1실로 감안해도 OCC가 3~5% 내외 상승했을 것으로 예상된다. 최근 언론에 따르면 2025년 10~11월 기준 서울의 주요 5성 호텔 OCC는 90%까지 상승했다.

만약, 방한 관광객이 2027년까지 450만명 이상 증가하며 이 중 80%가 서울을 방문하면 일간 필요한 객실 수는 2인 1실로 가정하면 일간 5,000실 내외이며, 이는 서울 호텔 공급(약 5.3만실) 대비 약 9% 수준이다. 서울에서도 외국인들이 선호하는 곳이 정해져 있는데, 강남 권역에 4,060실, 중구/용산구에 5,500실로 5성급 호텔 객실 중 약 90%가 이 두 곳에 집중되어 있다. 알다시피 해당 지역들은 토지 가격 급등 등으로 신규 공급이 매우 제한적일 수밖에 없어 OCC 및 ADR의 동반 상승이 나타날 것이다.

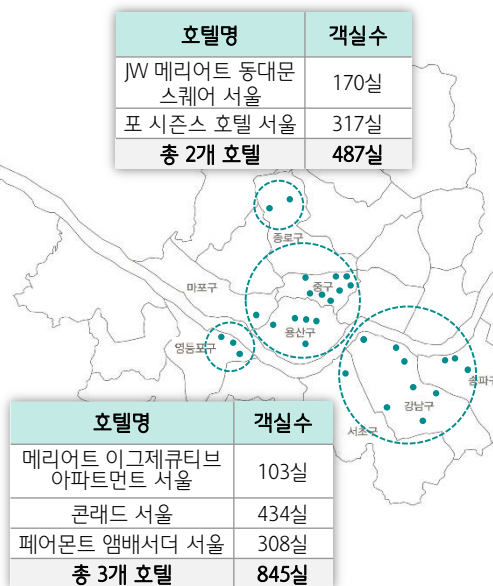
도표 27. 서울 호텔 등급별 OCC 추이

	평균	5성	4성	3성	2성	1성
2019	78.1	73.8	80.0	81.9	79.5	68.5
2022	61.2	55.0	62.8	64.4	67.6	62.8
2023	75.0	70.8	79.9	80.0	74.7	67.6
2024	78.6	75.0	78.5	83.2	81.1	72.1

자료: 한국호텔업협회, 하나증권

도표 28. 국내 주요 5성급 호텔 목록

호텔명	객실수
그랜드 하얏트 서울	615실
몬드리안 서울 이태원	295실
그랜드 머큐어 앰배서더 호텔 앤 레지던스 서울 용산	202실
노보텔 스위트 앰배서더 서울 용산	286실
노보텔 앰배서더 서울 용산	621실
노보텔 앰배서더 서울 동대문	523실
앰배서더 서울 풀만	269실
더 플라자	306실
롯데호텔 서울	1,015실
르메르디앙 서울 명동	200실
반얀트리 클럽 앤 스파 서울	50실
서울신라호텔	464실
웨스턴 조선 서울	462실
호텔 나루 서울 엠갤러리	196실
총 14개 호텔	5,504실



호텔명	객실수
그랜드 인터컨티넨탈	550실
노보텔 앰배서더 서울 강남	332실
안다즈 서울 강남	241실
조선 팰리스 서울 강남	254실
파크 하얏트 서울	185실
오크우드 프리미어 코엑스 센터	280실
웨스턴 서울 파르나스	564실
롯데호텔 월드	477실
소피텔 앰배서더 서울	563실
시그니엘 서울	235실
JW 메리어트 호텔 서울	379실
총 11개 호텔	4,060실

자료: 언론, 하나증권

2. 호텔업에 대한 투자의견 BUY로 커버리지 개시

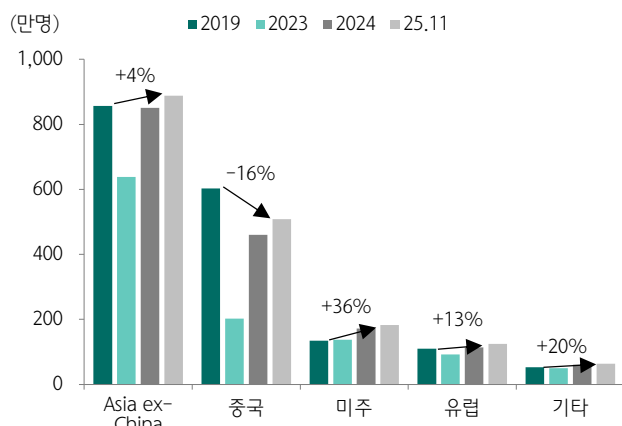
2027년까지 ADR 15~20% 성장하며 사상 최대 실적 전망

2년간 ADR 상승하며
사상 최대 실적 전망 추세 예상

호텔업은 관광 수요 확대에도 호텔 공급 제한으로 ADR 상승을 통한 사상 최대 실적이 예상된다. 2027년까지 ADR은 15~20% 내외의 상승할 것으로 예상하는데, 국내 조사 기관에 따르면 서울 내 주요 호텔의 평균 ADR은 22년 14.5만원→ 23년 16.4만원→ 24년 20만원, 5성급 호텔 기준 22년 28.8만원→23년 30.6만원→24년 33.5만원까지 상승했다. Hotels.com에 따르면 글로벌 5성급 평균 호텔 가격은 약 50만원(\$356) 수준이며 서울 호텔은 아직 \$310 수준이다.

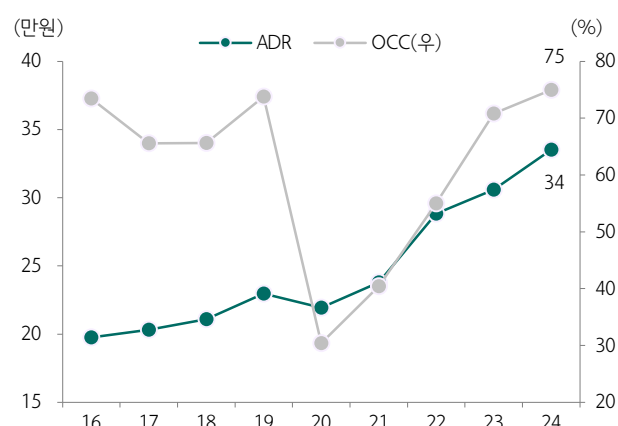
한국을 찾는 고객 구성에서도 이를 확인할 수 있다. 관광객은 사상 최대인데, 중국 방문객은 여전히 2019년 수준을 회복하지 못하고 있다. 즉, 중국 비중은 낮아지고 미주/유럽/오세아니아와 같은 장거리 혹은 객단가가 높은 국적 방문객이 늘어난 것이다. 환율 약세 영향까지 감안하면 4~5성급의 ADR이 구조적으로 상승할 가능성이 높다.

도표 29. 방한 관광객 지역별 추이



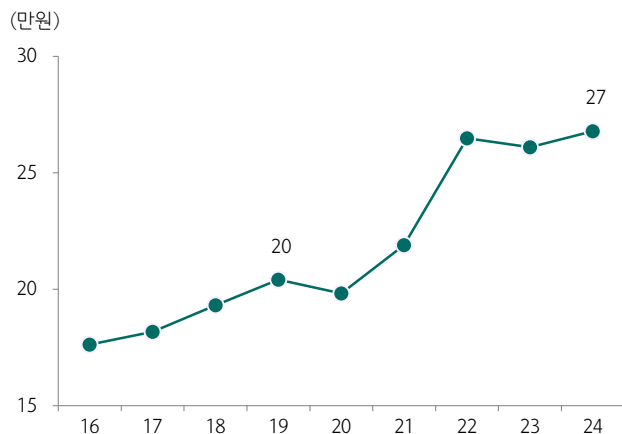
자료: Bloomberg, 하나증권

도표 30. 서울 5성급 호텔 OCC/ADR 추이



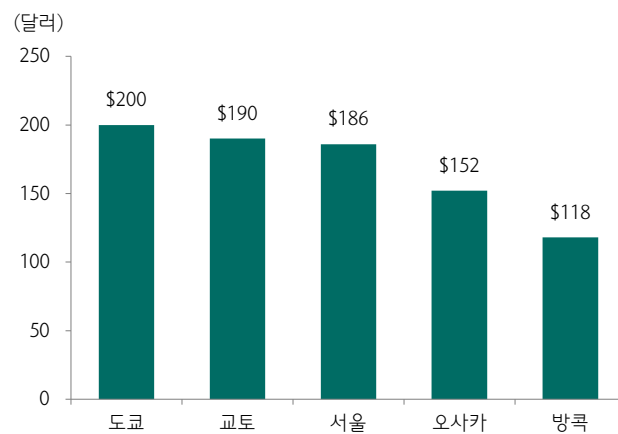
자료: 한국호텔업협회, 하나증권

도표 31. 전국 호텔 기준 ADR 추이



자료: 한국호텔업협회, 하나증권

도표 32. 2024년 도시별 평균 호텔 가격



자료: Hotels.com, 하나증권

호텔은 고정비 비중이 높아 ADR 상승 시 높은 실적 레버리지 효과가 나타난다. 이미 최대 매출이 가능한 수준으로 고용하고 있다면(혹은 추가 비용이 없다면), ADR 상승 시 공헌 영업이익률은 약 7~80% 수준으로 전망한다.

**GS 피앤엘에 대한 투자의견 BUY,
목표주가 6.2만원 제시**

GS피앤엘에 대한 투자의견 BUY, 목표주가 6.2만원을 제시한다. 9월 재개장한 웨스틴을 제외한 모든 호텔이 이미 OCC 90%에 근접한 풀캐파로 향후 2년간 15% 내외의 ADR 상승을 통한 성장이 전망된다. 2026년 그랜드/제주/나인트리의 연간 OCC는 85~90%로 전망하며, 웨스틴의 경우 아직 70% 내외로 추정된다. ‘인터컨티넨탈 서울 코엑스’ 시절이 오래되다 보니 약 2,000억원 규모의 전면 리뉴얼에도 불구하고 단기적인 가격 저항이 발생하는 것으로 보이나, 입지가 가진 장점이 워낙 강력하기에 시간이 지나면 자연스럽게 해결될 것이며, 2027년까지 리뉴얼 이전 수준을 회복할 것이다. 2026년 웨스틴의 턴어라운드(연간 OPM 8%)를 가정한 매출액/영업이익은 각각 6,433억원(+32% YoY)/1,258억원(+66%, OPM 20%)으로 사상 최대 실적을 전망한다.

**서부T&D에 대한 투자의견 BUY,
목표주가 1.75만원 제시**

서부T&D에 대한 투자의견 BUY, 목표주가 1.75만원을 제시한다. 객실 1,700개 규모의 서울 드래곤시티의 OCC는 최근 3개 분기 평균 약 75%로 추정된다. 4성급 객실이 포함되었음에도 OCC가 낮은 것은 용산이 어디에나 가깝지만 인접 관광 인프라가 제한적이며 반드시 대중교통 혹은 택시를 통해서 움직여야 하는 곳이기 때문이다. 그러나, 중장기적으로 용산의 입지 가치가 올라갈 것이라는 점은 자명한 사실이며, 오히려 주요 입지 내 OCC와 ADR이 동반 상승할 수 있는 거의 유일한 5성급 호텔로 판단한다. 2026년 연간 OCC 73%, ADR 20만원이라는 다소 보수적인 가정 하에서도 매출액/영업이익은 2,867억원(+17%)/822억원(+19%, OPM 29%)을 전망한다.

도표 33. GS피앤엘 실적 추정

(단위: 십억원)

	24	25F	26F	27F	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25F	1Q26F	2Q26F	3Q26F	4Q26F
매출	455	486	643	694	94	112	122	158	136	162	168	177
호텔	388	410	563	609	76	93	102	139	116	142	148	158
그랜드	186	216	231	250	45	53	54	64	49	57	57	68
웨스틴	63	47	173	189	1	1	8	37	35	44	46	49
제주	47	49	51	55	9	13	15	12	10	13	16	12
나인트리	92	98	108	115	20	26	26	26	22	28	28	29
파르나스타워	63	66	69	73	16	16	17	16	17	17	18	17
영업이익	85	76	126	142	15	12	20	29	25	22	40	38
OPM(%)	19	16	20	20	16	10	16	18	19	14	24	22
당기순이익	40	48	90	103	8	6	13	21	17	15	29	28

자료: GS피앤엘, 하나증권

도표 34. 서부T&D 실적 추정

(단위: 십억원)

	24	25F	26F	27F	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25F	1Q26F	2Q26F	3Q26F	4Q26F
매출	187	246	287	316	46	55	70	75	63	73	75	75
호텔	139	171	186	212	344	427	449	493	388	481	494	493
쇼핑	36	37	37	38	89	91	90	97	90	93	91	99
임대 및 기타	12	38	64	66	3	3	16	16	15	16	17	16
영업이익	48	69	82	101	13	11	21	23	16	19	24	23
호텔	33	57	67	83	9	13	17	19	12	16	20	19
기타	15	12	15	18	4	(1)	4	4	5	2	4	4
OPM(%)	26	28	29	32	28	21	30	31	26	25	32	31
당기순이익	65	60	59	74	(1)	(4)	34	30	(0)	2	7	51

자료: 서부T&D, 하나증권

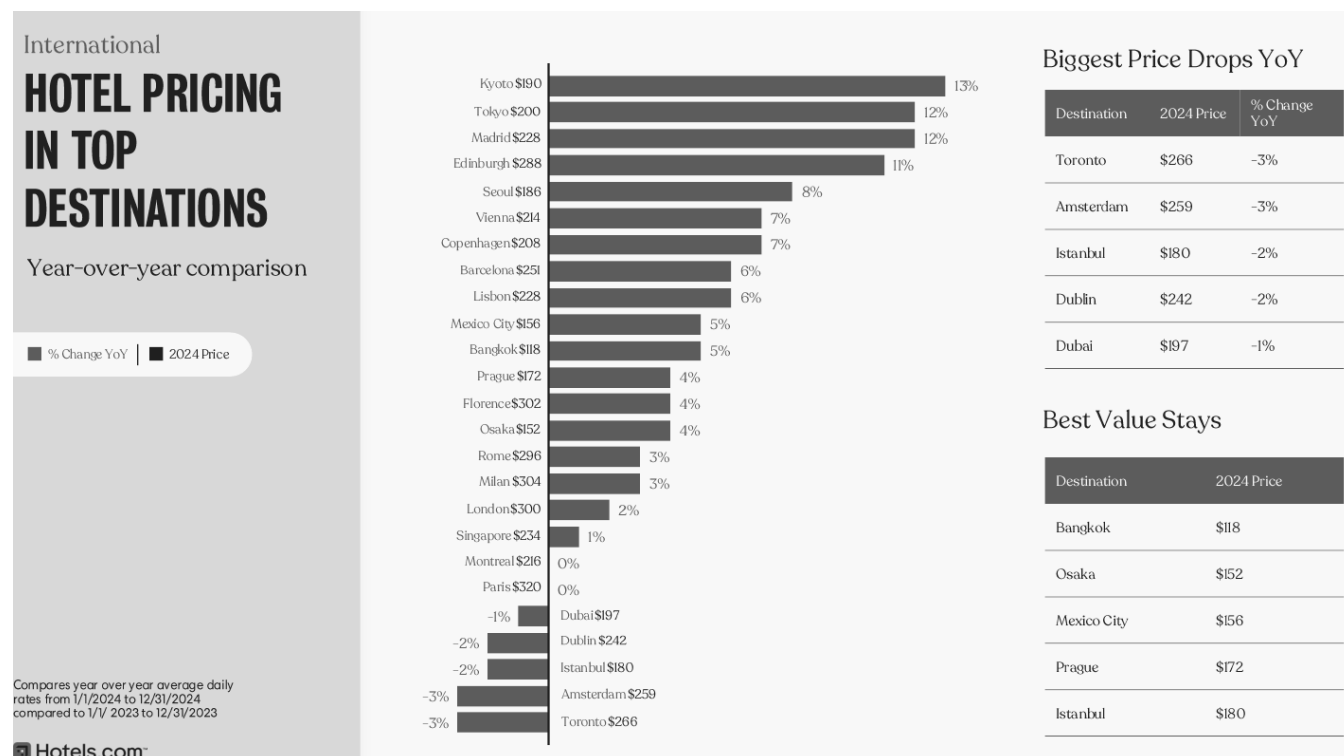
도표 35. 글로벌&국내 호텔 컨센서스 추이

(단위: 백만달러, 십억원)

구분	매출액			영업이익			PER			PBR		
	25F	26F	27F	25F	26F	27F	25F	26F	27F	25F	26F	27F
매리어트	26,219	27,581	29,079	4,504	4,911	5,240	32.6	28.9	25.8	-	-	-
힐튼	11,946	12,861	13,932	2,965	3,429	3,779	37.3	32.9	28.7	-	-	-
GS피앤엘	480	643	674	76	123	135	27.3	14.9	13.0	1.0	1.0	0.9
서부T&D	229	273	294	63	77	85	21.3	24.8	19.5	0.8	0.8	0.8

자료: Bloomberg, FnGuide, 하나증권

도표 36. 글로벌 호텔 ADR 변화율



자료: Hotels.com, 하나증권

도표 37. 힐튼 인터내셔널 실적 현황

(단위: 백만달러, %)

	2024	2025F	2026F	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25F
매출	11,174	11,946	12,861	2,573	2,951	2,867	2,783	2,695	3,137	3,120	2,996
성장률(YoY%)	9.2	6.9	7.7	12.2	10.9	7.3	6.7	4.7	6.3	8.8	7.6
위탁·프랜차이즈	3,259	3,490	3,816	747	850	852	810	785	917	928	891
운영수익	2,600	2,817	3,088	571	689	698	642	625	745	746	708
기본수익	369	371	3,95	106	93	88	82	88	97	108	91
인센티브 수익	290	302	323	70	68	66	86	72	75	74	89
직영 호텔 매출	1,255	1,208	1,223	255	337	330	333	234	332	322	320
본사·기타 수익	232	244	252	50	71	58	53	46	77	64	59
비용 환입	6,428	7,004	7,565	1,521	1,693	1,627	1,587	1,630	1,811	1,837	1,728
영업이익	2,370	2,965	3,429	533	725	623	489	536	778	777	802
OP margin(%)	21.2	24.8	26.7	20.7	24.6	21.7	17.6	19.9	24.8	24.9	26.8
성장률(YoY%)	6.5	25.1	15.6	7.0	7.6	-4.6	22.3	0.6	7.3	24.7	64.0
세전이익	1,783	2,267	2,757	365	591	491	336	410	629	604	623
법인세	244	656	795	97	169	147	-169	110	187	183	180
순이익	1,535	1,611	1,962	265	421	344	505	300	440	420	443
NP margin(%)	13.7	13.5	15.3	10.3	14.3	12.0	18.1	11.1	14.0	13.5	14.8
성장률(YoY%)	34.5	5.0	21.7	28.6	2.4	-8.8	243.5	13.2	4.5	22.1	-12.3

자료: Hilton International, Bloomberg, 하나증권

도표 38. 메리어트 인터내셔널 실적 현황

(단위: 백만달러, %)

	2024	2025F	2026F	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25F
매출	25,100	26,219	27,581	5,977	6,439	6,255	6,429	6,263	6,744	6,489	6,680
성장률(YoY%)	5.8	4.5	5.2	6.4	6.0	5.5	5.5	4.8	4.7	3.7	3.9
순 수수료 매출	5,170	-	-	1,210	1,343	1,283	1,334	1,275	1,400	1,338	-
운영수익	1,288	1,320	1,368	313	330	312	333	325	340	314	339
프랜차이즈 수익	3,113	-	-	688	818	812	795	746	860	876	-
인센티브 수익	769	766	797	209	195	159	206	204	200	148	211
투자 계약 상각	(103)	-	-	(23)	(27)	(26)	(27)	(28)	(29)	(29)	-
직영 호텔 매출	1,551	-	-	357	395	381	418	361	441	420	-
비용 환입	18,482	-	-	4,433	4,728	4,617	4,704	4,655	4,932	4,760	-
영업이익	3,767	4,054	4,911	884	1,203	953	804	949	1,244	1,140	1,164
OP margin(%)	15.0	17.2	17.8	14.8	18.7	15.2	12.5	15.2	18.4	17.6	17.4
성장률(YoY%)	-2.5	19.6	9.0	-7.1	6.1	-12.4	10.7	7.4	3.4	19.6	44.8
세전이익	3,151	3,794	4,082	727	1,040	786	598	764	1,054	994	968
법인세	776	1,019	1,108	163	268	202	143	99	291	266	266
순이익	2,375	2,775	2,974	564	772	584	455	665	763	728	702
NP margin(%)	9.5	10.6	10.8	9.4	12.0	9.3	7.1	10.6	11.3	11.2	10.5
성장률(YoY%)	-23.0	16.8	7.2	-25.5	6.3	-22.3	-46.3	17.9	-1.2	24.7	54.3

자료: Marriott International, Bloomberg, 하나증권

기업분석

GS피앤엘 (499790)	18
서부T&D (006730)	22

2026년 1월 15일 | 기업분석_Report

BUY (유지)

목표주가(12M) 62,000원
현재주가(1.14) 44,750원

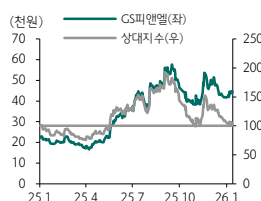
Key Data

KOSPI 지수 (pt)	4,723.10
52주 최고/최저(원)	57,600/16,590
시가총액(십억원)	887.4
시가총액비중(%)	0.02
발행주식수(천주)	19,830.8
60일 평균 거래량(천주)	202.2
60일 평균 거래대금(십억원)	9.0
외국인지분율(%)	12.16
주요주주 지분율(%)	
CS 외 2인	58.62
국민연금공단	6.06

Consensus Data

	2025	2026
매출액(십억원)	479.7	643.2
영업이익(십억원)	75.7	123.0
순이익(십억원)	47.4	85.4
EPS(원)	1,601	2,940
BPS(원)	43,890	46,804

Stock Price



Financial Data

(십억원, %, 배, 원)

투자지표	2023	2024	2025F	2026F
매출액	-	38.3	486.3	643.3
영업이익	-	(0.0)	75.5	125.8
세전이익	-	(1.3)	60.4	113.1
순이익	-	(0.9)	31.9	60.7
EPS	-	(49)	1,607	3,063
증감율	-	N/A	흑전	90.60
PER	-	(453.06)	26.14	14.28
PBR	-	0.53	0.96	0.93
EV/EBITDA	-	265.51	23.99	14.62
ROE	-	(0.11)	3.74	6.76
BPS	-	42,243	43,850	46,913
DPS	-	0	0	0



Analyst 이기훈 sacredkh@hanafn.com
RA 김현수 hyunsookim@hanafn.com

GS피앤엘 (499790)

웨스틴의 가파른 턱어라운드로 사상 최대 실적 전망

투자의견 BUY, 목표주가 6.2만원으로 신규 커버리지 개시

GS피앤엘은 GS리테일에서 인적분할되어 재상장된 기업으로, 파르나스호텔과 후레쉬미트를 자회사로 둔 중간지주회사다. 5성급인 그랜드/웨스틴 서울, 파르나스 제주, 그리고 명동/인사동/동대문/판교/용산 등에서 나인트리 브랜드로 총 6개의 비즈니스호텔을 운영하고 있다. 주요 기타 매출은 임대수익(파르나스 타워)이다. 2027년까지 1) 서울의 관광 수요 확대 및 호텔 공급 제한이라는 구조적 성장 국면에서 2) 높은 입지적 장점 및 2025년 3분기 리뉴얼을 마친 웨스틴의 가파른 정상화로 사상 최대 실적이 이어질 것이다. 2026년 매출액/영업이익은 각각 6,433억원/1,258억원(OPM 20%)을 전망하며, 투자의견 BUY, 목표주가는 2026년 예상 EPS에 목표 P/E 20배(힐튼/메리어트 대비 약 30% 할인)를 적용한 62,000원으로 신규 커버리지를 개시한다.

4Q 예상 OP 288억원(+118% YoY)

4분기 예상 매출액/영업이익은 각각 1,577억원(+43% YoY)/288억원(+118%)으로 컨센서스(290억원)에 부합할 것으로 예상된다. 호텔별 영업이익을 보면 그랜드의 경우 OCC는 소폭 하락하지만 ADR이 하이 싱글로 상승하면서 141억원(OPM 22%)이 예상된다. 웨스틴의 OCC는 70% 내외이며 BEP에 가까운 소폭 손실이 예상된다. 제주는 전년과 비슷한 수준이며, 나인트리는 주요 사이트 중 가장 높은 10% 내외의 ADR 상승이 있을 것으로 예상된다.

웨스틴은 향후 2년간 가파른 턱어라운드 전망

웨스틴 서울 파르나스는 14개월 간 Capex 약 2,000억원 규모의 전면 리뉴얼을 거치면서 향후 높은 성장 모멘텀이 기대된다. 아주 단기적으로는 '인터컨티넨탈 서울 코엑스' 시절이 오래되다 보니 리뉴얼에도 불구하고 단기적인 가격 저항이 발생할 수 밖에 없다. 그러나, 입지가 가진 장점이 너무 확실하기에 시간이 지날수록 OCC와 ADR이 동반 상승할 것으로 예상된다. 2년 내 OCC 85%, ADR 45만원 내외로 연 매출 약 2,000억원 수준으로 성장할 것으로 전망하며, 영업이익 역시 2025년 -266억원에서 2027년 227억원(OPM 12%)으로 가파른 턱어라운드가 예상된다.

도표 1. GS피앤엘 목표주가 산출

지배주주순이익('26년)	61	십억원
주식 수	19,831	천주
EPS	3,063	원
목표 P/E	20	배
목표 주가	62,000	원
현재 주가	44,750	원
상승 여력	39	%

자료: GS피앤엘, 하나증권

도표 2. GS피앤엘 실적 추정

(단위: 십억원)

	24	25F	26F	27F	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25F	1Q26F	2Q26F	3Q26F	4Q26F
매출	455	486	643	694	94	112	122	158	136	162	168	177
호텔	388	410	563	609	76	93	102	139	116	142	148	158
그랜드	186	216	231	250	45	53	54	64	49	57	57	68
웨스틴	63	47	173	189	1	1	8	37	35	44	46	49
제주	47	49	51	55	9	13	15	12	10	13	16	12
나인트리	92	98	108	115	20	26	26	26	22	28	28	29
파르나스타워	63	66	69	73	16	16	17	16	17	17	18	17
영업이익	85	76	126	142	15	12	20	29	25	22	40	38
OPM(%)	19	16	20	20	16	10	16	18	19	14	24	22
당기순이익	40	48	90	103	8	6	13	21	17	15	29	28

자료: GS피앤엘, 하나증권

도표 3. GS P&L 영업설비 현황

(단위: 십억원)

사업부문	구분	소재지	토지	건물	객실수
호텔/임대 오피스	그랜드 서울 파르나스 (파르나스타워 포함)	서울 강남구 삼성동	775	421	550
	웨스틴 서울 파르나스	서울 강남구 삼성동	-	57	564
	파르나스타워 제주	제주 서귀포시 색달동	-	-	307
비즈니스 호텔	나인트리호텔 명동	서울 중구 명동	-	-	144
	나인트리 호텔 명동 II	서울 중구 초동	-	-	408
	나인트리 호텔 인사동	서울 종로구 관훈동	-	-	301
	나인트리호텔 동대문	서울 중구 을지로	-	-	219
	나인트리 호텔 서울 판교	성남시 수정구 시흥동	-	-	315
	나인트리 로카우스 호텔 서울 용산	서울 용산구 한강로3가	-	-	274

주 1: 토지와 건물은 장부가액 기준

자료: 파르나스타워, 하나증권

도표 4. 파르나스호텔 사업장 현황

구분	그랜드 인터컨티넨탈 서울 파르나스	웨스턴 서울 파르나스	파르나스 호텔 제주	파르나스타워&몰	
사진					
소재지	· 서울시 강남구 테헤란로 521	· 서울시 강남구 봉은사로 524	· 서귀포시 중문광로 72번길 100	· 서울시 강남구 테헤란로 521	
총 객실수	· 550실	· 564실	· 307실	· 지상 40층(오피스 32개층), 지하 8층	· -
사업구도	· 소유(토지, 건물)	· 건물소유 / 토지임차	· 임차	· 소유	· 소유
주요시설	· 연회장 15개, 식음업장 5개	· 연회장 7개, 식음업장 5개	· 연회장 3개, 식음업장 4개	· 오피스 32개층	· 리테일 25개 매장, F&B 29개 매장
연면적	· 41,975평	· 33,416평	· 13,166평	· 16,658평	· 2,379평

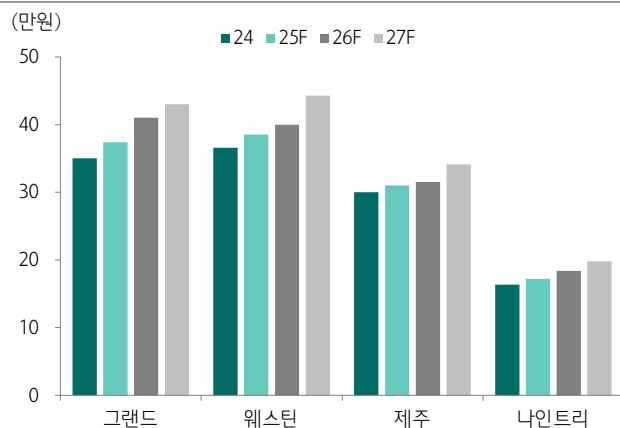
자료: GS피앤엘, 하나증권

도표 5. 파르나스호텔 사업장 현황

구분	나인트리 바이 파르나스 서울 명동 I	나인트리 바이 파르나스 서울 명동 II	나인트리 프리미어 로카우스 호텔 서울 용산	나인트리 바이 파르나스 서울 동대문	나인트리 바이 파르나스 서울 인사동	나인트리 바이 파르나스 서울 판교
사진						
소재지	· 서울시 중구 명동 10길 51	· 서울시 중구 마른내로 28	· 서울시 용산구 한강대로 23길 25	· 서울시 중구 을지로 224	· 서울시 종로구 인사동길 49	· 성남시 수정구 창업로 18
총 객실수	· 144실(3성급)	· 408실(4성급)	· 274실(4성급)	· 219실(3성급)	· 301실(4성급)	· 315실(4성급)
사업구도	· 임차	· 임차	· 위탁운영	· 임차	· 임차	· 임차
연면적	· 2,500평	· 7,330평	· 12,180평	· 2,684평	· 5,546평	· 6,924평

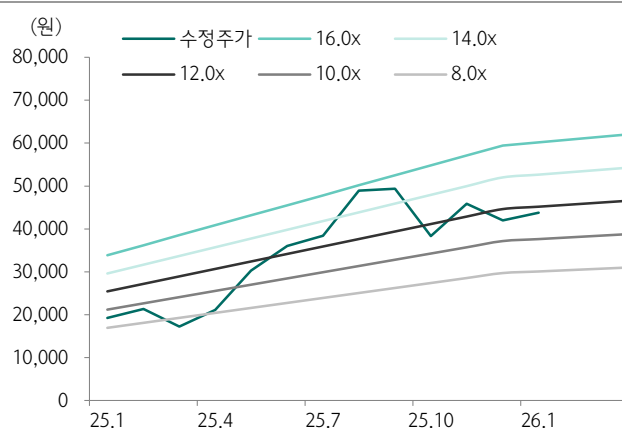
자료: GS피앤엘, 하나증권

도표 6. 예상 ADR 추이



자료: GS피앤엘, 하나증권

도표 7. GS피앤엘 12MF P/E 밴드 차트



자료: GS피앤엘, 하나증권

추정 재무제표

손익계산서	(단위:십억원)				
	2023	2024	2025F	2026F	2027F
매출액	0.0	38.3	486.3	643.3	693.7
매출원가	0.0	32.9	374.4	479.9	512.6
매출총이익	0.0	5.4	111.9	163.4	181.1
판매비	0.0	5.4	36.3	37.6	39.1
영업이익	0.0	(0.0)	75.5	125.8	141.9
금융손익	0.0	(1.4)	(14.1)	(13.4)	(12.7)
종속/관계기업손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	0.0	0.1	(1.0)	0.7	0.8
세전이익	0.0	(1.3)	60.4	113.1	130.0
법인세	0.0	(0.2)	12.7	23.2	26.7
계속사업이익	0.0	(1.1)	47.7	89.9	103.4
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	0.0	(1.1)	47.7	89.9	103.4
비배주주지분 순이익	0.0	(0.2)	15.8	29.2	33.5
지배주주순이익	0.0	(0.9)	31.9	60.7	69.8
지배주주지분포괄이익	0.0	(0.5)	49.0	92.4	106.2
NOPAT	0.0	(0.0)	59.7	100.0	112.8
EBITDA	0.0	5.1	82.1	132.2	148.2
성장성(%)					
매출액증가율	N/A	N/A	1,169.71	32.28	7.83
NOPAT증가율	N/A	N/A	N/A	67.50	12.80
EBITDA증가율	N/A	N/A	1,509.80	61.02	12.10
영업이익증가율	N/A	N/A	N/A	66.62	12.80
(지배주주)순이익증가율	N/A	N/A	흑전	90.28	14.99
EPS증가율	N/A	N/A	흑전	90.60	14.99
수익성(%)					
매출총이익률	N/A	14.10	23.01	25.40	26.11
EBITDA이익률	N/A	13.32	16.88	20.55	21.36
영업이익률	N/A	0.00	15.53	19.56	20.46
계속사업이익률	N/A	(2.87)	9.81	13.97	14.91

투자지표	(단위:십억원)				
	2023	2024	2025F	2026F	2027F
주당지표(원)					
EPS	0	(49)	1,607	3,063	3,522
BPS	0	42,243	43,850	46,913	50,435
CFPS	0	291	4,087	6,701	7,517
EBITDAPS	0	263	4,138	6,665	7,475
SPS	0	1,997	24,522	32,439	34,979
DPS	0	0	0	0	750
주가지표(배)					
PER	0.00	(453.06)	26.14	14.28	12.42
PBR	0.00	0.53	0.96	0.93	0.87
PCFR	0.00	76.29	10.28	6.53	5.82
EV/EBITDA	0.00	265.51	23.99	14.62	12.33
PSR	0.00	11.12	1.71	1.35	1.25
재무비율(%)					
ROE	0.00	(0.11)	3.74	6.76	7.24
ROA	0.00	(0.04)	1.33	2.36	2.64
ROIC	0.00	(0.00)	3.88	6.19	6.98
부채비율	0.00	83.51	95.98	90.81	80.24
순부채비율	0.00	40.50	47.59	39.71	27.56
아자보상배율(배)	0.00	(0.03)	5.17	9.05	10.75

자료: 하나증권

대차대조표	(단위:십억원)				
	2023	2024	2025F	2026F	2027F
유동자산	0.0	33.7	101.8	183.1	220.8
금융자산	0.0	8.3	11.8	64.1	92.4
현금성자산	0.0	8.3	11.8	64.1	92.4
매출채권	0.0	20.0	22.0	29.1	31.4
재고자산	0.0	2.0	25.0	33.0	35.6
기타유동자산	0.0	3.4	43.0	56.9	61.4
비유동자산	0.0	2,235.8	2,415.5	2,439.3	2,442.6
투자자산	0.0	7.4	93.5	123.7	133.4
금융자산	0.0	0.0	0.1	0.1	0.1
유형자산	0.0	1,269.1	1,362.7	1,356.4	1,350.1
무형자산	0.0	12.6	12.5	12.4	12.3
기타비유동자산	0.0	946.7	946.8	946.8	946.8
자산총계	0.0	2,269.6	2,517.3	2,622.4	2,663.4
유동부채	0.0	227.2	277.5	286.0	294.7
금융부채	0.0	65.4	35.1	35.8	25.7
매입채무	0.0	5.6	71.6	75.1	81.0
기타유동부채	0.0	156.2	170.8	175.1	188.0
비유동부채	0.0	805.6	955.3	962.0	891.0
금융부채	0.0	443.8	588.0	574.0	474.0
기타비유동부채	0.0	361.8	367.3	388.0	417.0
부채총계	0.0	1,032.8	1,232.9	1,248.0	1,185.7
지배주주지분	0.0	836.5	868.4	929.2	998.9
자본금	0.0	19.8	19.8	19.8	19.8
자본잉여금	0.0	818.4	818.4	818.4	818.4
자본조정	0.0	(1.2)	(1.2)	(1.2)	(1.2)
기타포괄이익누계액	0.0	0.2	0.2	0.2	0.2
이익잉여금	0.0	(0.7)	31.2	92.0	161.8
비지배주주지분	0.0	400.2	416.1	445.2	478.8
자본총계	0.0	1,236.7	1,284.5	1,374.4	1,477.7
순금융부채	0.0	500.9	611.3	545.8	407.3

현금흐름표	(단위:십억원)				
	2023	2024	2025F	2026F	2027F
영업활동 현금흐름	0.0	(4.6)	19.2	106.3	151.2
당기순이익	0.0	(1.1)	47.7	89.9	103.4
조정	0.0	5.5	13.9	13.5	12.9
감가상각비	0.0	5.1	6.5	6.4	6.3
외환거래손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
지분법손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타	0.0	0.4	7.4	7.1	6.6
영업활동 자산부채변동	0.0	(9.0)	(42.4)	2.9	34.9
투자활동 현금흐름	0.0	(13.2)	(185.9)	(29.9)	(9.4)
투자자산감소(증가)	0.0	393.1	(86.2)	(30.2)	(9.7)
자본증가(감소)	0.0	(13.7)	(100.0)	0.0	0.0
기타	0.0	(392.6)	0.3	0.3	0.3
재무활동 현금흐름	0.0	1,344.8	106.2	(20.7)	(117.1)
금융부채증가(감소)	0.0	509.2	113.9	(13.3)	(110.1)
자본증가(감소)	0.0	838.2	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	0.0	(2.6)	(7.7)	(7.4)	(7.0)
배당지급	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증감	0.0	1,327.0	(1,315.1)	52.2	28.3
Unlevered CFO	0.0	5.6	81.1	132.9	149.1
Free Cash Flow	0.0	(18.3)	(80.8)	106.3	151.2

2026년 1월 15일 | 기업분석_Report

BUY (신규)

목표주가(12M) 17,500원
현재주가(1.14) 13,320원

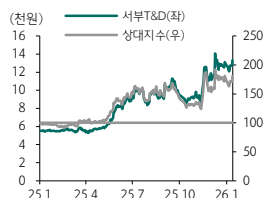
Key Data

KOSDAQ 지수 (pt)	942.18
52주 최고/최저(원)	14,070/5,280
시가총액(십억원)	864.8
시가총액비중(%)	0.17
발행주식수(천주)	64,926.9
60일 평균 거래량(천주)	1,193.5
60일 평균 거래대금(십억원)	14.5
외국인지분율(%)	16.51
주요주주 지분율(%)	
엠아이에이치 외 14 인	51.38

Consensus Data

	2025	2026
매출액(십억원)	229.2	272.6
영업이익(십억원)	63.2	76.5
순이익(십억원)	52.6	48.1
EPS(원)	599	514
BPS(원)	16,182	16,607

Stock Price



Financial Data

투자지표	2023	2024	2025F	2026F
매출액	169.2	187.5	245.6	286.7
영업이익	37.2	48.0	69.0	82.2
세전이익	176.8	57.1	71.6	69.7
순이익	138.3	34.4	52.3	56.3
EPS	2,052	514	797	861
증감율	727.42	(74.95)	55.06	8.03
PER	3.51	10.54	16.44	14.81
PBR	0.55	0.35	0.82	0.78
EV/EBITDA	25.12	24.91	23.69	20.31
ROE	17.98	3.70	5.16	5.38
BPS	13,083	15,316	15,942	16,372
DPS	46	100	100	100



Analyst 이기훈 sacredkh@hanafn.com
RA 김현수 hyunsookim@hanafn.com

서부T&D (006730)

1,700실에 달하는 호텔 룸에 용산/신정동 부지 개발까지

투자 의견 BUY, 목표주가 1.75만원으로 신규 커버리지 개시

서부T&D는 관광호텔업(서울드래곤 시티), 쇼핑물운영업(인천 스퀘어원) 등을 등을 영위하는 기업이다. 2017년 오픈한 서울드래곤 시티는 1,700객실 국내 최대 규모 호텔 복합단지로 5성급(그랜드머큐어/노보텔 스위트/노보텔)과 4성급(이비스 스타일)을 운영 중이다. 또한, 최근 용산 및 신정동 부지에 대한 건축 심의가 통과되었는데, 각각 2026년 4분기와 2027년 1분기에 착공이 예상된다. 관련한 대규모 개발 이익이 2027년~2030년에 걸쳐 반영될 것인데, 착공 후 실적에 반영할 계획이다. 1) 호텔 룸이 곧 Capa인데 서울에서 가장 많은 호텔 룸을 보유하고 있으며, 2) 여전히 OCC와 ADR이 낮아 추가 성장 여력이 상당히 높다. 목표 주가는 SOTP 방식으로 호텔 부문은 이미 분기 OPM이 40%에 근접했음에도 OCC와 ADR이 동반 상승하는 사이클이기에 2027년 NOPAT에 22배를 적용해 1.35조원, 개발 부문은 2028년 예상 영업이익을 시간 가치로 할인한 1.1조원을 적용했다. 신정동 부지의 물류센터 및 복합쇼핑몰(스퀘어원서울)의 개발 후 운영 시 예상 임대 수익은 약 4~500억원 내외로 추정된다. 투자 의견 BUY, 목표주가는 17,500원으로 제시하며 최선호주로 제시한다.

4Q 예상 OP 233억원(+47% YoY)

4분기 예상 매출액/영업이익은 각각 748억원(+42%)/233억원(+47%)으로 컨센서스(234억원)에 부합할 것이다. 호텔은 OCC 70% 중반, ADR은 20만원에 근접하면서 사상 최대 매출을 재차 경신할 것이다. 호텔 기준 분기 매출 250억원이 약 BEP 레벨로 매출 증분의 약 80%가 공헌 영업이익으로 지속 발생하고 있으며 이미 분기 OPM 40%에 근접하고 있다. 그럼에도 불구하고, 서울 주요 호텔 중 OCC와 ADR이 상대적으로 낮은 편인데, 용산이 어디에나 가깝지만 용산 내 관광 인프라가 제한적이기 때문이다. 다만, 서울의 구조적인 관광 수요 확대와 제한적인 공급 환경이 이어지면서 오히려 OCC와 ADR이 동반 성장할 수 있는 상황이다. 2년 내 호텔 연간 OPM이 40%에 근접할 것으로 예상된다.

용산과 신정동의 개발에 따른 재평가 기대

용산 나진 상가와 신정동 도시첨단물류복합단지 개발 가시화로 약 2조원 투자부동산에 대한 재평가를 기대된다. 용산은 나진 상가 12~13동이 작년 12월 건축심의를 통과했으며, 올해 4분기 착공이 예상된다. 2.2만평 중 오피스텔과 오피스가 각각 약 1만평이며 오피스텔 분양 매출로만 5,000억원 내외로 예상된다. 신정동은 전체 약 3만평 중 주거시설이 작년 12월 건축심의를 통과했으며 총 899세대로 착공은 2027년 1월로 예상된다. 분양 매출만 1조원이 넘을 것이며, 물류센터와 복합쇼핑몰도 개발 후 운영 수익이 예상된다.

도표 1. 서부T&D 목표주가 산출

영업가치	2,533	십억원
호텔	1,391	2027년 NOPAT에 22X
기타	92	2026년 호텔 외 부문의 NOPAT에 7X
개발	1,051	2028년 신정동/용산 개발 부문 NOPAT에 8X
순차입금	1,142	십억원
기업가치	1,391	십억원
발행 주식 수	80,193	천 주
목표주가	17,500	원
현재주가	13,320	원
상승여력	31	%

자료: 서부T&D, 하나증권

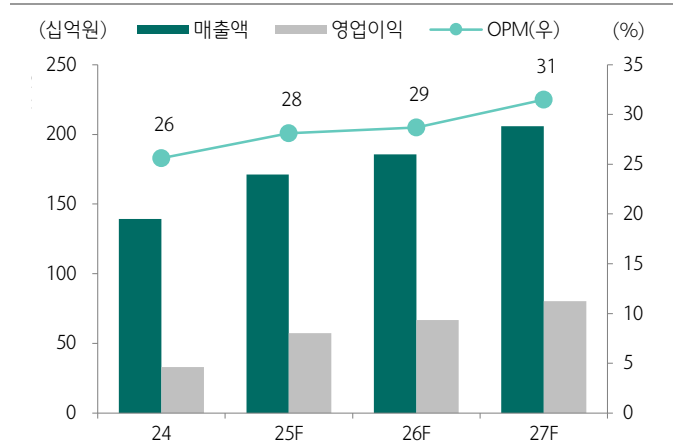
도표 2. 서부T&D 실적 추정

(단위: 십억원)

	24	25F	26F	27F	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25F	1Q26F	2Q26F	3Q26F	4Q26F
매출	187	246	287	316	46	55	70	75	63	73	75	75
호텔	139	171	186	212	344	427	449	493	388	481	494	493
쇼핑	36	37	37	38	89	91	90	97	90	93	91	99
임대 및 기타	12	38	64	66	3	3	16	16	15	16	17	16
영업이익	48	69	82	101	13	11	21	23	16	19	24	23
호텔	33	57	67	83	9	13	17	19	12	16	20	19
기타	15	12	15	18	4	(1)	4	4	5	2	4	4
OPM(%)	26	28	29	32	28	21	30	31	26	25	32	31
당기순이익	65	60	59	74	(1)	(4)	34	30	(0)	2	7	51

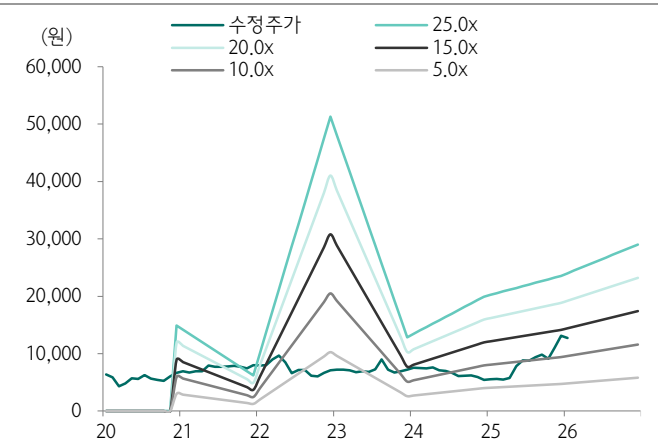
자료: 서부T&D, 하나증권

도표 3. 호텔 부문 실적 전망



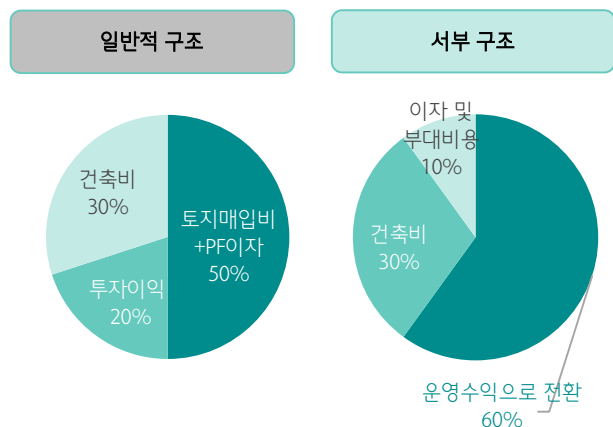
자료: 서부T&D, 하나증권

도표 4. 서부T&D 12MF P/E 밴드 차트



자료: 서부T&D, 하나증권

도표 5. 서부T&D 사업 구조



자료: 서부T&D, 하나증권

도표 6. 서부T&D 보유 부동산 현황

사업명	SQUARE 1 MALL Complex	용산 Seoul Dragon City HOTEL Complex	도시첨단물류복합단지
소재지	인천시 연수구 동춘동 926	서울시 용산구 한강로3가 40-969	서울시 양천구 신정동 1315
소유면적	48,905㎡ (14,794평) (리츠 소유)	15,163㎡ (4,587평) (리츠 소유 1,111평 포함)	92,395㎡ (27,949평)
연면적	169,074㎡ (51,144평) (리츠 소유)	184,611㎡ (55,844평) (리츠 소유 13,726평 포함)	789,873㎡ (238,936평) 예정
주 용도	쇼핑몰/영화관/대형마트	호텔 1,700객실/카지노/컨벤션/피트니스클럽/레스토랑 등	물류창고/아파트/복합쇼핑몰/문화집회/오피스텔 등
Grand Open	2012년 10월	2017년 11월	2030년 예정
토지 장부가 ('24년말 기준)	리츠공정가액 211,642백만원	유형자산 396,703백만원 투자부동산 57,580백만원	투자부동산 591,816백만원 유형자산 23,867백만원

자료: 서부T&D, 하나증권

도표 7. 용산구 전자상가 12~13동



자료: 서부T&D, 하나증권

도표 8. 스캐어원서울(신정동) 조감도



자료: 언론, 하나증권

도표 9. 인천 스캐어 1 플러스 개발 계획

사업명	SQUARE 1 PULS
소재지	인천시 연수구 동춘동 926-8외 3필지
대지면적	19,365.30㎡ (5,858평)
연면적	-
주 용도	판매시설, 근린생활시설, 기부채납시설
토지 취득월	2019년 11월
토지 장부가 ('24년말 기준)	투자부동산 23,598백만원 유형자산 38,273백만원

자료: 서부T&D, 하나증권

도표 10. 신한서부티엔디리츠 3Q25 영업수익

(단위:백만원)	임대차 주요조건			
	임차인	임대차기간	임대료/MRG	MRG초과 RevPAR 수준
신한서부티엔디리츠 (인천 스캐어원) 5,411	서부티엔디 (지상층)	~2028.11	약 151억원(年)	-
	홈플러스 (지하층)	~2029.05	연임대료 약 28억원 선납임대료 약 30억원(年)	-
신한서부티엔디제1호리츠 (용산 그랜드머큐어) 2,810	서부티엔디	~2029.12	매출액의 40%/분기 약 27억원	356,500원
신한서부티엔디제2호리츠 (나인트리 동대문) 1,070	파르나스호텔	2040.01	매출액의 38% / 분기 약 5.5억원	72,427원
신한광화문지티타워리츠 (광화문 C타워) 3,989 (신라스테이 광화문 2,371 포함)	호텔신라, 주택도시보증공사 등	~2030.12 (신라스테이 광화문)	매출액의 42%/분기 약 13억원 (신라스테이 광화문)	102,132원
신한호텔마포리츠 (신라스테이 마포) 2,207	호텔신라	~2030.08	매출액의 40%/분기 약 12.5억원	95,030

자료: 서부T&D, 하나증권

추정 재무제표

손익계산서	(단위:십억원)				
	2023	2024	2025F	2026F	2027F
매출액	169.2	187.5	245.6	286.7	315.5
매출원가	92.0	97.1	120.3	139.1	145.1
매출총이익	77.2	90.4	125.3	147.6	170.4
판매비	39.9	42.4	56.2	65.4	69.7
영업이익	37.2	48.0	69.0	82.2	100.7
금융손익	(39.3)	(43.5)	(58.2)	(60.1)	(60.3)
종속/관계기업손익	0.0	(2.1)	0.1	0.1	0.1
기타영업외손익	178.8	54.6	60.7	47.5	47.1
세전이익	176.8	57.1	71.6	69.7	87.5
법인세	29.3	(7.5)	11.5	10.5	13.1
계속사업이익	147.4	64.7	60.2	59.3	74.3
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	147.4	64.7	60.2	59.3	74.3
비배주주지분 순이익	9.1	30.3	20.4	24.8	31.1
지배주주순이익	138.3	34.4	52.3	56.3	70.6
지배주주지분포괄이익	187.8	141.3	46.7	46.0	57.6
NOPAT	31.0	54.3	58.0	69.9	85.6
EBITDA	53.7	64.4	85.0	97.5	118.2
성장성(%)					
매출액증가율	25.06	10.82	30.99	16.73	10.05
NOPAT증가율	93.75	75.16	6.81	20.52	22.46
EBITDA증가율	50.00	19.93	31.99	14.71	21.23
영업이익증가율	93.75	29.03	43.75	19.13	22.51
(지배주주)순이익증가율	728.14	(75.13)	52.03	7.65	25.40
EPS증가율	727.42	(74.95)	55.06	8.03	25.44
수익성(%)					
매출총이익률	45.63	48.21	51.02	51.48	54.01
EBITDA이익률	31.74	34.35	34.61	34.01	37.46
영업이익률	21.99	25.60	28.09	28.67	31.92
계속사업이익률	87.12	34.51	24.51	20.68	23.55

투자지표	2023	2024	2025F	2026F	2027F
주당지표(원)					
EPS	2,052	514	797	861	1,080
BPS	13,083	15,316	15,942	16,372	16,935
CFPS	790	1,004	2,192	2,154	2,433
EBITDAPS	796	965	1,294	1,490	1,807
SPS	2,509	2,807	3,740	4,383	4,823
DPS	46	100	100	100	100
주가지표(배)					
PER	3.51	10.54	16.44	14.81	11.81
PBR	0.55	0.35	0.82	0.78	0.75
PCFR	9.11	5.40	5.98	5.92	5.24
EV/EBITDA	25.12	24.91	23.69	20.31	16.60
PSR	2.87	1.93	3.50	2.91	2.64
재무비율(%)					
ROE	17.98	3.70	5.16	5.38	6.55
ROA	6.27	1.31	1.77	1.84	2.26
ROIC	4.50	7.76	8.25	10.73	13.32
부채비율	135.45	133.26	135.31	130.92	128.24
순부채비율	76.97	80.99	80.39	73.85	67.71
이자보상배율(배)	0.83	0.88	1.13	1.35	1.65

자료: 하나증권

대차대조표	(단위:십억원)				
	2023	2024	2025F	2026F	2027F
유동자산	138.0	148.1	122.5	176.0	218.9
금융자산	124.7	133.8	103.8	154.2	195.0
현금성자산	42.2	97.1	66.8	115.4	152.2
매출채권	9.0	9.6	12.5	14.6	16.1
재고자산	1.1	1.3	1.7	2.0	2.2
기타유동자산	3.2	3.4	4.5	5.2	5.6
비유동자산	2,210.0	2,746.4	2,906.9	2,902.4	2,962.4
투자자산	48.8	50.4	65.6	76.3	83.8
금융자산	48.5	50.1	65.2	75.9	83.4
유형자산	791.5	958.5	947.6	932.4	984.9
무형자산	0.2	0.2	0.1	0.1	0.0
기타비유동자산	1,369.5	1,737.3	1,893.6	1,893.6	1,893.7
자산총계	2,348.0	2,894.5	3,029.4	3,078.4	3,181.2
유동부채	417.2	493.6	948.5	974.4	1,006.0
금융부채	283.5	259.6	659.7	659.7	659.7
매입채무	2.7	2.9	3.8	4.5	4.9
기타유동부채	131.0	231.1	285.0	310.2	341.4
비유동부채	933.5	1,160.0	793.4	770.9	781.4
금융부채	608.7	879.1	479.1	479.1	479.1
기타비유동부채	324.8	280.9	314.3	291.8	302.3
부채총계	1,350.7	1,653.6	1,742.0	1,745.3	1,787.4
지배주주지분	859.3	998.5	1,031.8	1,059.9	1,096.7
자본금	30.8	33.7	33.7	33.7	33.7
자본잉여금	135.9	70.5	70.5	70.5	70.5
자본조정	(25.4)	(12.6)	(12.6)	(12.6)	(12.6)
기타포괄이익누계액	143.8	250.9	250.9	250.9	250.9
이익잉여금	574.2	655.9	689.3	717.4	754.2
비지배주주지분	137.9	242.4	255.6	273.2	297.1
자본총계	997.2	1,240.9	1,287.4	1,333.1	1,393.8
순금융부채	767.5	1,004.9	1,034.9	984.5	943.8

현금흐름표	(단위:십억원)				
	2023	2024	2025F	2026F	2027F
영업활동 현금흐름	49.3	62.9	218.6	132.2	187.1
당기순이익	147.4	64.7	60.2	59.3	74.3
조정	(93.3)	2.3	72.3	71.2	71.8
감가상각비	16.5	16.4	15.9	15.3	17.5
외환거래손익	(0.0)	(0.1)	0.0	0.0	0.0
지분법손익	(0.0)	(0.4)	0.0	0.0	0.0
기타	(109.8)	(13.6)	56.4	55.9	54.3
영업활동 자산부채변동	(4.8)	(4.1)	86.1	1.7	41.0
투자활동 현금흐름	(57.2)	3.2	(179.4)	(14.8)	(81.8)
투자자산감소(증가)	310.8	253.0	(22.4)	(18.0)	(14.7)
자본증가(감소)	(11.4)	(3.1)	(5.0)	0.0	(70.0)
기타	(356.6)	(246.7)	(152.0)	3.2	2.9
재무활동 현금흐름	7.9	139.5	(67.5)	(67.4)	(67.4)
금융부채증가(감소)	62.9	246.5	0.0	0.0	0.0
자본증가(감소)	0.3	(65.3)	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	(52.4)	(38.8)	(61.1)	(61.0)	(61.0)
배당지급	(2.9)	(2.9)	(6.4)	(6.4)	(6.4)
현금의 증감	(0.0)	205.6	(178.3)	48.6	36.8
Unlevered CFO	53.2	67.0	143.9	140.9	159.2
Free Cash Flow	38.0	59.8	213.6	132.2	117.1

투자의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

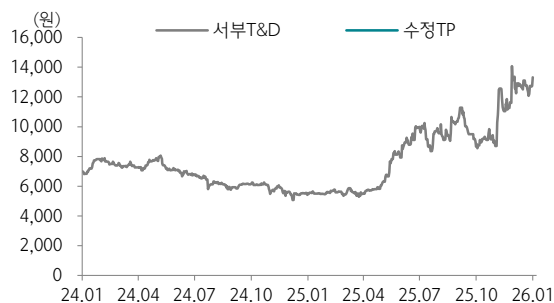
GS피앤엘



날짜	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
26.1.15	BUY	62,000	-	-
26.1.13	담당자 변경	-	-	-
25.9.3	BUY	67,000	-30.95%	-14.03%
25.8.29	Not Rated	-	-	-

투자의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

서부T&D



날짜	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
26.1.15	BUY	17,500	-	-
26.1.13	담당자 변경	-	-	-
25.9.3	Not Rated	-	-	-

Compliance Notice

- 당사는 2026년 1월 15일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다
- 본 자료를 작성한 애널리스트(이기훈)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
- 본 자료를 작성한 애널리스트(이기훈)는 2026년 1월 15일 현재 해당회사의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다

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

투자등급 관련사항 및 투자의견 비율공시

- 투자의견의 유효기간은 추천일 이후 12개월을 기준으로 적용

• 기업의 분류

BUY(매수)_목표주가가 연주가 대비 15% 이상 상승 여력
Neutral(중립)_목표주가가 연주가 대비 -15%~15% 등락
Reduce(비중축소)_목표주가가 연주가 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	95.73%	4.27%	0.00%	100%

* 기준일: 2026년 01월 14일