서부T&D(006730)

기업분석 리포트

BNK 투자증권

K컬처 확산에 따른 호텔 성장세 지속

호텔업 환경 호조세 지속

서부T&D의 호텔·관광 부문은 리오프닝 효과 지속에 따른 호황 국면을 나타내고 있다. 여행 트렌드 측면에서는 개별 자유여행객(FIT) 증가, OTA(온라인 여행사)를 통한 해외고객 예약 확대, 국내 MICE· 호캉스 수요 증가 등으로 호텔 숙박 수요가 전방위적으로 확대되는 추세에 있다. 서울 중심지의 호텔 평균 객실단가가 상승세에 있고, 공급 대비 수요우위로 객실 가동률도 높게 유지되고 있어 호텔업 환경은 당분간 호황을 지속할 전망이다.

호텔체인 운영과 부동산 임대수익 중심의 수익구조

동사는 지난 2020년 인천 스퀘어원을 신한서부티엔디리츠에 매각하고, 2021년 서울드래곤시티 일부 호텔자산(그랜드 머큐어 호텔)을 같은 리츠에 편입시키는 등 자산 유동화를 통해 부채를 상환하고 사업 재투자를 모색해왔다. 이러한 사업재편으로 호텔체인 운영과 부동산 임대수익 중심의 안정적 현금흐름을 확보하면서, 동시에 보유 부지 개발을 통한 디벨로퍼 수익 모델을 추구하는 구조로 사업모델도 진화하고 있다.

밸류에이션 할인요인 축소될 전망

'26년은 ① 기존 호텔/상업자산의 실적 개선, ② 신한서부티엔디리츠를 통한 자산 유동화 및 배당/지분가치 확대, ③ 용산 나진상가·신정동 물류부지의 개발 모멘텀 가시화가 동시에 맞물리는 구조에 들어섰다. 기존 운영자산의 현금창출력 위에 개발 일정의 가시성이 올라오면 밸류에이션 할인요인이 줄어드는 구간이 될 수 있다. 영업이익의 증가와 함께 지속적인 차입금 축소가 현실화 된다면 동사의 손익구조가 한 단계 레벨업 될 수 있을 것이다.

Fig. 1: 서부T&D 연결재무제표 요약

	2024	2025	2026F	2027F	2028F
매출액(십억원)	181	248	261	284	298
영업이익	48	70	90	108	114
세전이익	57	148	92	116	132
순이익[지배]	34	79	50	63	72
EPS(원)	514	1,206	773	972	1,108
증감률(%)	-74.9	134.6	-35.9	25.7	14.0
PER(배)	10.5	10.9	17.5	13.9	12.2
PBR	0.4	0.8	0.8	0.8	0.7
EV/EBITDA	24.9	27.0	18.3	14.9	13.4
ROE(%)	3.7	7.7	4.6	5.6	6.0
배당수익률	1.8	0.8	0.7	0.7	0.7

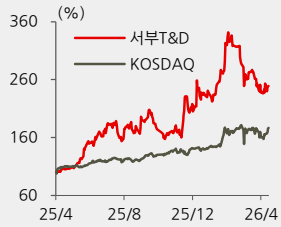
자료: 서부T&D, BNK투자증권 / 주: K-IFRS 연결

투자의견	매수
[유지]	
목표주가(6M)	18,000원
[상향]	33.0%
현재주가	13,530원
2026/4/16	

주식지표

시가총액	878십억원
52주최고가	18,580원
52주최저가	5,500원
상장주식수	6,493만주/0.0만주
자본금/액면가	34십억원/500원
60일평균거래량	105만주
60일평균거래대금	17십억원
외국인지분율	20.7%
자기주식수	126만주/1.9%
주요주주및지분율	
엠와이에이치 외	49.8%

주가동향



이종원
인터넷/게임/엔터
bluesky@bnkfn.co.kr
(02)2071-7657

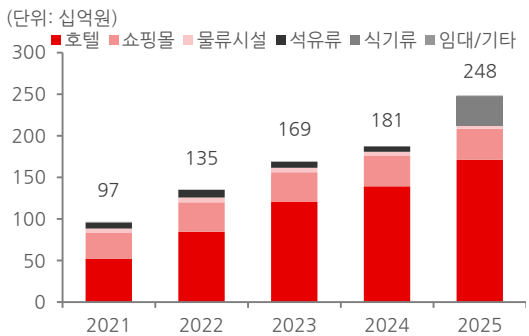
BNK투자증권 리서치센터
07325 서울시 영등포구 여의대로 56
한화손해보험빌딩 10층
www.bnkfn.co.kr

K컬처 확산에 따른 호텔업 성장세 지속

서부T&D는 용산에 위치한 국내 최초의 '호텔 플렉스'인 서울드래곤시티 호텔 복합단지(약 1,700객실 규모)와 인천 연수구의 대형 복합쇼핑몰 스퀘어원(Square1)을 직접 개발·운영 중이다. 이외에 서울 서남권 거점인 신정동 물류단지(옛 서부트럭터미널 부지)에서 물류창고와 화물하치장을 운영하고 있으며, 해당 부지는 도시첨단물류 시범단지로 지정되어 향후 복합개발을 추진 중이다. 현재 5개의 비상장 자회사와 1개의 상장 자회사(신한서부티엔디리츠)를 보유하고 있다. 2020년 인천 스퀘어원을 신한서부티엔디리츠에 매각하고, 2021년 서울드래곤시티 일부 호텔자산(그랜드 머큐어 호텔)을 같은 리츠에 편입시키는 등 자산 유동화를 통해 부채를 상환하고 사업 재투자를 모색해왔다. 이러한 사업재편으로 호텔체인 운영과 부동산 임대수익 중심의 안정적 현금흐름을 확보하면서, 동시에 보유 부지 개발을 통한 디벨로퍼 수익모델을 추구하는 구조로 변모하고 있다.

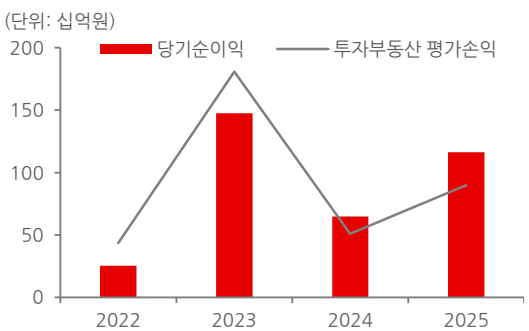
'25년 매출액 2,483억원을 기록하여 전년 동기 대비 37.3% 성장했다. 영업이익은 703억원으로 전년 동기 대비 46.5% 증가하며 두 자릿수 이상의 견조한 개선세를 이어갔다. 특히 호텔부문의 실적 호조가 두드러졌는데, K팝의 지속적인 강세와 K팝을 배경으로 한 넷플릭스 애니메이션 '케이팝 데몬 헌터스' 등 K컬처 장르가 넷플릭스 및 기타 미디어 매체에서 크게 흥행하면서, 이후 한국을 찾는 외국인 관광객이 점증하며 호텔업 실적개선의 주 요인이 되었다. 지난 4분기 호텔사업부 영업이익은 171억원으로 전년 동기 대비 23% 증가하여 전사 실적개선을 견인했다. 영업이익 703억원은 호텔업 호조에 기반한 본업 개선을 의미하지만, 당기순이익 1,162억원은 여기에 자산재평가 이익과 자산 처분이익 등 영업외 요인이 더해진 결과로 볼 수 있다. '25년 4분기에 자산재평가 이익 약 800억원과 유형자산 처분이익 약 75억원이 반영돼 당기순이익이 큰 폭으로 상승했다. 호텔 매출 상승, 신규 연결회사 편입, 대우건설 관련 소송 판결에 따른 채무면제이익, 투자부동산 평가이익, 유형자산 처분이익 등이 주요 변동요인이다. 때문에 전체 숫자 자체는 잘 나왔지만 향후 이익의 질을 보기 위해서는 호텔 본업 개선분과 일회성/비경상 이익을 나눠서 해석할 필요가 있다고 판단된다.

Fig. 2: 서부T&D 부문별 매출액 추이



자료: 서부T&D, BNK투자증권

Fig. 3: 서부T&D 당기순이익 및 투자부동산 평가손익 추이



자료: 서부T&D, BNK투자증권

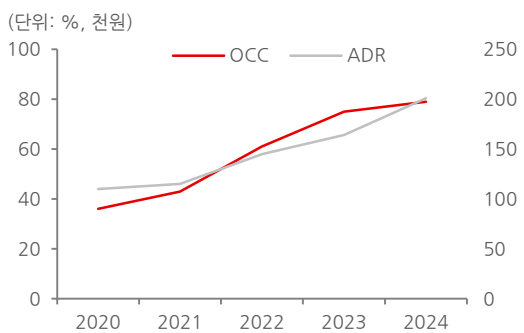
호텔체인 운영과 부동산 임대수익 중심의 안정적 현금흐름 확보

서부T&D 투자의 핵심은 서울드래곤시티를 중심으로 한 호텔 운영자산의 지속적인 정상화에 있다. 팬데믹 이후 객실 점유율(OCC)과 평균객실단가(ADR)가 지속적으로 회복되면서 호텔 부문의 수익성이 개선되고 있고, 여기에 외국인 관광 수요 회복이 추가 우호 변수로 작용하고 있다. 동사는 원래부터 단순 보유형 부동산 회사보다는 개발-운영-유동화까지 연결되는 구조가 강점이기 때문에, 호텔 실적 회복은 단순 분기 실적 개선 이상의 의미가 있다. 향후 현금창출력이 회복되면 향후 개발사업과 리츠 성장전략의 실행 여력이 같이 높아질 수 있다.

신한서부티엔디리츠의 안정화도 긍정적이다. 최근 광화문 G타워 리파이낸싱이 완료되면서 관련 대출 금리가 가중평균 5.09%에서 4.2% 수준으로 낮아졌고, 구조도 전액 선순위 대출로 개선됐다. 이는 리츠의 금융비용 부담 완화와 배당여력 측면에서 의미가 있으며, 서부T&D 입장에서도 보유지분 가치와 자산 운용전략의 신뢰도를 높이는 요인이 될 수 있다. 서부T&D의 투자 논리가 "개발주"에만 머무르지 않고 "운영자산 + 금융구조 개선 + 리츠 파이프라인"으로 확장될 여지가 있게 되기 때문이다.

향후 점검해야 할 투자포인트는 첫째, 2025년 순이익 급증에는 비경상 요인이 포함돼 있어, 2026년 이후 이익 지속성을 볼 때 영업이익과 EBITDA 중심으로 한 재해석이 필요하다. 둘째, 용산 개발은 기대가 큰 만큼 착공·분양 일정이 지연되면 밸류에이션 리레이팅 속도도 늦어질 수 있음을 감안해야 한다. 셋째, 호텔 업황은 외국인 수요, 환율, 경기 민감도 영향을 받기 때문에 본업 개선이 매 분기 선형적으로 이어진다고 단정하긴 어렵다. 다만 현재는 리츠 차환 성공, 개발 일정 구체화, 운영자산 회복이 동시 진행 중이라는 점에서 리스크보다 모멘텀의 가시성이 더 높아지는 구간으로 판단된다. 기술한 내용을 볼 때 서부T&D는 단순 호텔 실적 회복주로만 보기엔 다소 아쉽다고 여겨진다. 지금은 운영자산 정상화, 리츠 금융구조 개선, 용산·신정동 개발 가치 현실화가 동시에 맞물리는 시기이며, 시장이 순자산가치(NAV) 대비 할인 축소를 논의할 수 있는 구간으로 접어든다면 리레이팅이 가능할 것으로 판단된다.

Fig. 4: 서울 호텔 OCC 및 ADR 추이



자료: 한국호텔업협회, BNK투자증권

Fig. 5: 신한서부티엔디리츠 광화문 G타워 리파이낸싱

자료: 신한서부티엔디리츠, BNK투자증권

여전히 우호적인 호텔업 환경과 운용부동산의 잠재가치 우수

호텔 부문은 현재 서부T&D 가치의 핵심 성장엔진이다. 서울드래곤시티는 용산이라는 교통 허브 입지, 대규모 객실 수, 복합 F&B·MICE 시설을 바탕으로 서울 호텔 업황 개선의 직접적인 수혜를 받고 있다. 단체관광 비자 면제 조치와 K-컬처의 글로벌 확산으로 인한 한국 관광 붐이 맞물리며 외국인 입국자 수는 가파른 증가 추세에 있다. 올해 1분기 한국을 방문한 외국인 관광객은 476만명으로 중국 관광객 145만명, 일본 94만명, 대만 54만명 등 주요 방한 시장이 고르게 성장했다. 중화권 관광객의 귀환과 미주·유럽 관광객 증가로 한국 Inbound 관광시장은 빠르게 정상화되고 있고, 동시에 아시아·중동권 등 새로운 수요층의 한국 방문 선호도도 높아지며 시장 저변이 넓어지고 있다. 외국인 관광객 증가 추세는 앞으로도 이어질 가능성이 높다고 판단되며, 무비자 허용으로 중국 단체 관광객도 크게 늘어나 업종 수혜도 당분간 지속될 전망이다. 또한 서울시 호텔 평균객실단가가 상승세에 있고, 공급 대비 수요 우위로 객실 가동률도 높게 유지되고 있어 호텔업 환경은 당분간 호황을 유지할 전망이다.

동사는 서울 및 수도권 핵심 입지에 대형 부동산 자산을 다수 보유하고 있으며, 이들 자산의 내재가치가 기업 가치의 중요한 부분을 차지한다. 현재 운용 중인 주요 부동산으로는 용산 서울드래곤시티 호텔단지와 인천 스퀘어원(Square1) 쇼핑몰이 있다. 이 두 자산은 각각 국내 호텔, 리테일 부문에서 상당한 규모를 가지고 있으며, 장부가 이상으로 높은 시장가치를 인정받고 있다. 서울드래곤시티의 경우 장부상 취득가액은 약 3,000억원이지만, 영업현금흐름을 바탕으로 평가한 실물가치는 약 8,000억원 수준으로 추정되고 있다. 인천 스퀘어원 역시 2020년 말 리츠 매각 당시 평가액이 3,600억원에 달한 바 있다. 향후 쇼핑몰 및 물류센터 중심의 신정동 및 도심형 복합주거 시설이 들어설 나진상가의 부지 개발이 본격화 될 경우, 그에 따른 중장기 모멘텀이 부각될 것으로 전망된다. 쇼핑몰과 기타 임대 부문은 성장성보다 안정성이 중요하다. 스퀘어원은 화려한 성장보다 꾸준한 임대수익과 자산가치 보존 측면에서 의미가 크며, 리츠 포트폴리오 내에서도 핵심 자산으로 다뤄진다. 리츠 측은 인천 스퀘어원 관련 1,930억원 선순위 대출의 조기 리파이낸싱을 검토하고 있어, 금리 하향 시 자산의 수익성도 개선될 여지가 있다.

표. 1: 서부T&D 보유부동산 현황

상태	부지	소재지	용도	오픈일	토지 장부가
완료	스퀘어원 몰	인천시 연수구	쇼핑몰/영화관 /대형마트 등	2012년 10월	리츠공정가액 2,169억원
	서울드래곤시티 호텔	서울시 용산구	호텔/카지노 등	2017년 11월	유형자산 3,892억원 투자부동산 596억원
진행	도시첨단물류복합단지	서울시 양천구	공동주택 /복합쇼핑몰 등	2031년 예정	투자부동산 5,918억원
	나진상가 12, 13동 부지	서울시 용산구	오피스텔/오피스 등	2030년 예정	투자부동산 1,477억원
예정	스퀘어원 플러스	인천시 연수구	데이터센터, 노유자시설	미정	투자부동산 243억원 유형자산 383억원

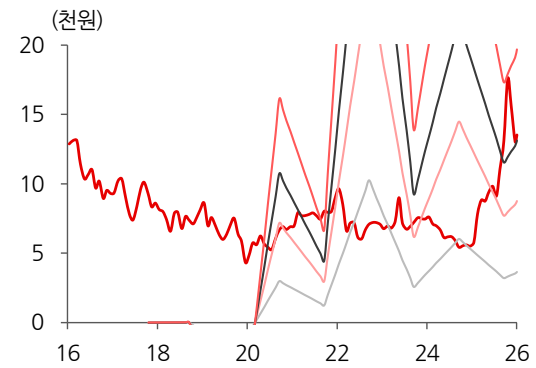
자료: 서부T&D, BNK투자증권
주: 토지 장부가는 25년말 기준

'26년 매출성장세 지속될 전망, 강화된 성장구조 긍정적

단기적으로는 '26년 하반기까지 이어질 관광객 증대 효과로 실적 경신 추세가 지속될 가능성이 높다. 정부가 시행 중인 중국 단체 관광객 무비자 정책이 본격화되면서 중국인 방문객 수요가 점증할 것으로 예상되기 때문이다. 중국인 단체관광 재개에 따른 호텔 투숙률 상승과 객실단가 향상, 그리고 연말 성수기 효과까지 고려하면, 하반기에도 전년 대비 두 자릿수의 매출·이익 성장세를 이어갈 것으로 전망된다. 이에 따라 '26년 연간 영업이익은 전년 대비 약 15% 이상 증가할 것으로 예상되며, 안정적인 영업현금흐름을 토대로 추가 부채 상환도 가능할 전망이다. 영업이익의 증가와 함께 지속적인 차입금 축소가 현실화 된다면 동사의 손익구조가 한 단계 레벨업 될 수 있다고 볼 수 있다.

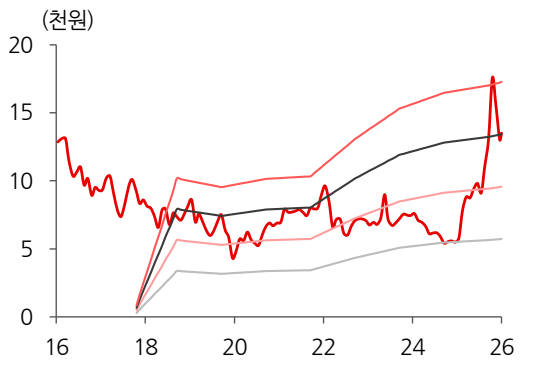
'26년 10월 착공 예상인 용산 나진상가 개발사업은 사업 진행에 따라 디벨로퍼 수익(분양수익 또는 개발이익)이 발생할 수 있는 첫 사례가 될 전망이다. 프로젝트 규모를 고려하면 개발 완료 시점에 이익기여나 자산가치 상승이 예상되며, 개발방식에 따라서는 완공 후 해당 자산을 리츠에 편입하거나 매각하여 현금유입을 실현할 수도 있다고 판단된다. 신정동 물류복합단지 역시 인허가 확정 시 자체 개발 또는 합작 개발로 진행될 가능성이 있는데, 이 경우 서울 내 대형 물류센터 임대사업자로서 새로운 수익원이 창출될 전망이다. 이렇듯 동사의 풍부한 자산 가치와 개발 가능성은 투자매력으로 부각되는 요인이지만, 동시에 향후 개발사업의 성공 여부에 따라 기업가치의 변동 폭이 커질 수 있는 점은 태생적인 리스크 요인이다. 향후 2~3년 내 개발사업 본격화로 기업 포트폴리오에 큰 변화가 올 수 있다고 판단되며, 성공적으로 완수할 경우 숨은 자산가치가 현실화되어 기업가치가 크게 재평가될 것으로 전망된다. 정리하면 서부T&D의 투자포인트는 단순 호텔업 턴어라운드 하나가 아니라, ① 기존 호텔/상업자산의 실적 개선, ② 신한서부티엔디리츠를 통한 자산 유동화 및 배당/지분가치 확대가능성, ③ 용산 나진상가·신정동 물류부지의 개발 모멘텀 가시화로 정리될 수 있다. 2026년은 기존 운영자산의 현금창출력 위에 개발 일정의 가시성이 올라오면서 밸류에이션 할인 요인이 줄어드는 구간이 될 수 있다고 판단된다. 상기의 이유로 하반기 영업이익의 할증 가시성을 고려, 기존 목표가 대비 30% 상향된 18,000원을 동사의 새로운 목표주가로 제시한다.

Fig. 6: 서부T&D PER 밴드 차트



자료: ValueWise, BNK투자증권

Fig. 7: 서부T&D PBR 밴드 차트



자료: ValueWise, BNK투자증권

재무상태표

(십억원)	2024	2025	2026F	2027F	2028F
유동자산	148	588	220	364	514
현금성자산	97	102	74	205	347
매출채권	10	14	14	16	17
재고자산	1	310	37	41	43
비유동자산	2,746	2,667	2,651	2,636	2,621
투자자산	50	14	14	16	16
유형자산	958	915	898	882	866
무형자산	0	16	16	16	16
자산총계	**2,894**	**3,255**	**2,871**	**3,000**	**3,135**
유동부채	494	1,262	794	804	814
매입채무	3	10	11	11	12
단기차입금	173	177	177	177	177
비유동부채	1,160	606	623	655	675
사채및장기차입금	879	262	262	262	262
부채총계	**1,654**	**1,868**	**1,417**	**1,460**	**1,489**
지배기업지분	999	1,061	1,105	1,162	1,233
자본금	34	34	34	34	35
자본잉여금	71	71	71	71	71
이익잉여금	656	724	768	824	895
자본총계	**1,241**	**1,387**	**1,454**	**1,541**	**1,646**
총차입금	1,139	1,375	899	895	896
순차입금	1,005	1,203	740	598	452

포괄손익계산서

(십억원)	2024	2025	2026F	2027F	2028F
매출액	**181**	**248**	**261**	**284**	**298**
매출원가	91	120	109	111	116
매출총이익	90	128	152	173	183
매출총이익률	49.7	51.6	58.2	60.9	61.4
판매비와관리비	42	58	62	65	69
판관비율	23.2	23.4	23.8	22.9	23.2
영업이익	**48**	**70**	**90**	**108**	**114**
영업이익률	26.5	28.2	34.5	38.0	38.3
EBITDA	64	88	107	124	130
영업외손익	9	78	2	8	18
금융이자손익	-49	-56	-33	-32	-27
외화관련손익	0	0	0	0	0
기타영업외손익	58	134	35	40	45
세전이익	**57**	**148**	**92**	**116**	**132**
세전이익률	31.5	59.7	35.2	40.8	44.3
법인세비용	-8	32	18	23	26
법인세율	-14.0	21.6	19.6	19.8	19.7
계속사업이익	65	116	74	93	106
당기순이익	**65**	**116**	**74**	**93**	**106**
당기순이익률	35.9	46.8	28.4	32.7	35.6
지배기업순이익	34	79	50	63	72
총포괄손익	182	116	74	93	106

현금흐름표

(십억원)	2024	2025	2026F	2027F	2028F
영업활동현금흐름	**63**	**106**	**468**	**142**	**128**
당기순이익	65	116	74	93	106
비현금비용	81	118	75	81	84
감가상각비	16	18	17	16	16
비현금수익	-78	-143	-42	-49	-60
자산및부채의증감	-4	15	379	41	25
매출채권감소	-1	11	-1	-1	-1
재고자산감소	0	7	273	-3	-2
매입채무증가	2	7	1	1	1
법인세환급(납부)	0	0	-18	-23	-26
투자활동현금흐름	**3**	**-280**	**26**	**40**	**54**
유형자산증가	-3	-3	0	0	0
유형자산감소	0	15	0	0	0
무형자산순감	0	0	0	0	0
재무활동현금흐름	**-11**	**177**	**-522**	**-51**	**-39**
차입금증가	246	236	-476	-4	1
자본의증감	-65	0	0	0	0
배당금지급	-10	-19	-6	-6	0
현금의증가	55	5	-28	131	142
기말현금	97	102	74	205	347
잉여현금흐름(FCF)	60	103	468	142	128

자료: 감사보고서(12월 결산), BNK투자증권 리서치센터

주요투자지표

	2024	2025	2026F	2027F	2028F
EPS (원)	514	1,206	773	972	1,108
BPS	15,316	16,479	17,154	18,027	19,135
CFPS	1,004	1,387	1,654	1,914	1,999
DPS	100	100	100	100	100
PER (배)	10.5	10.9	17.5	13.9	12.2
PSR	2.0	3.5	3.4	3.1	2.9
PBR	0.4	0.8	0.8	0.8	0.7
PCR	5.4	9.4	8.2	7.1	6.8
EV/EBITDA	24.9	27.0	18.3	14.9	13.4
배당성향 (%)	10.0	5.5	8.6	6.9	6.0
배당수익률	1.8	0.8	0.7	0.7	0.7
매출액증가율	7.0	37.2	5.0	9.0	5.0
영업이익증가율	29.1	46.4	28.4	19.6	5.9
순이익증가율	-75.2	130.3	-36.6	25.7	14.0
EPS증가율	-74.9	134.4	-35.9	25.7	14.0
부채비율 (%)	133.3	134.7	97.4	94.7	90.4
차입금비율	91.8	99.1	61.8	58.1	54.4
순차입금/자기자본	81.0	86.7	50.9	38.8	27.5
ROA (%)	2.5	3.8	2.4	3.2	3.4
ROE	3.7	7.7	4.6	5.6	6.0
ROIC	7.7	5.7	7.1	10.6	11.6

주: K-IFRS 연결 기준, 2026/4/16 종가 기준

투자의견 및 목표주가 변경

종목명	날짜	투자의견	목표주가 (6M)	괴리율(%) 평균	H/L
서부T&D (006730)	25/11/05	매수	14,000원	*-2.7*	*32.7*
	26/04/17	매수	18,000원	-	-

주가 및 목표주가 변동 추이(2Y)

투자등급 (기업 투자의견은 향후 6개월간 추천일 종가 대비 해당 종목의 예상수익률을 의미함.)
기업: 6개월 예상수익률 / 매수(Buy) +15% 이상, 보유(Hold) -15~+15%, 매도(Sell) -15% 이하
산업: 6개월 투자비중에 대한 의견 / 비중확대(Overweight), 중립(Neutral), 비중축소(underweight)
조사분석자료 투자등급 비율(2026.03.31기준) / 매수(Buy) 75.4%, 보유(Hold) 24.6%, 매도(Sell) 0.0%

이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다. 자료 제공일 현재 당사는 상기 회사가 발행한 주식을 1% 이상 보유하고 있지 않으며, 지난 1년간 상기 회사의 유가증권(DR, CB, IPO 등) 발행과 관련하여 주간사로 참여한 적이 없습니다. 자료제공일 현재 조사분석 담당자는 상기회사가 발행한 주식 및 주식관련사채에 대하여 규정상 고지하여야 할 재산적 이해관계가 없으며, 추천의견을 제시함에 있어 어떠한 금전적 보상과도 연계되어 있지 않습니다. 당자료는 상기 회사 및 상기 회사의 유가증권에 대한 조사분석담당자의 의견을 정확히 반영하고 있으나 이는 자료제공일 현재 시점에서의 의견 및 추정치로서 실적치와 오차가 발생할 수 있으며, 투자를 유도할 목적이 아니라 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 하고 있습니다. 따라서 종목의 선택이나 투자의 최종결정은 투자자 자신의 판단으로 하시기 바랍니다. 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 어떠한 경우에도 당사의 허락없이 복사, 대여, 재배포될 수 없습니다. 이 자료에는 네이버에서 제공한 나눔글꼴이 적용되어 있습니다.