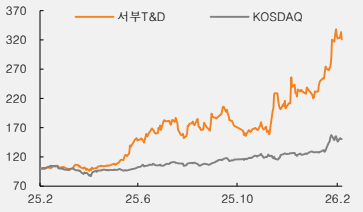
MIRAE ASSET 미래에셋증권

Equity Research
2026.2.12

탐방 노트

| | Not Rated |
|---|---|
| 현재주가(26/2/11) | 17,620원 |
| 영업이익(25F,십억원) | - |
| Consensus 영업이익(25F,십억원) | - |
| EPS 성장률(25F,%) | - |
| MKT EPS 성장률(25F,%) | 36.0 |
| P/E(25F,x) | - |
| MKT P/E(25F,x) | 18.2 |
| KOSDAQ | 1,114.87 |
| 시가총액(십억원) | 1,144 |
| 발행주식수(백만주) | 65 |
| 유동주식비율(%) | 47.7 |
| 외국인 보유비중(%) | 15.5 |
| 베타(12M) 일간수익률 | 0.61 |
| 52주 최저가(원) | 5,280 |
| 52주 최고가(원) | 18,580 |

| (%) | 1M | 6M | 12M |
|---|---|---|---|
| 절대주가 | 38.4 | 80.7 | 222.7 |
| 상대주가 | 17.7 | 31.6 | 117.0 |




**김주희**
joohee.kim@miraeasset.com

006730 · 호텔/레저

# 서부T&D

## 자산가치에 더한 호텔 슈퍼사이클

### 호텔 비중 80%의 부동산 디벨로퍼

동사는 부동산 디벨로퍼로 보유 부지의 개발(2012년 복합쇼핑센터 인천스퀘어원, 2017년 용산 드래곤시티호텔)을 통해 자산가치를 증대시켜 왔다. 호텔(72.8%), 쇼핑몰(16.1%)에서 매출액의 대부분을 창출된다(3Q25 누적). 3Q25 호텔 영업이익률은 40%에 육박했으며(172억원, 38.2%), 쇼핑몰은 연간 OPM 60%에 달하는 캐시카우다. 고정지출 외 변동비 부담이 낮아 높은 영업 레버리지도 지속이 기대된다.

### 객실 쇼티지와 한일령 수혜의 조화, 더할 나위 없는 호텔

국내 호텔업은 높은 OCC에 바탕한 ADR 인상이 이어지는 가장 이상적인 상황이 도래했다. 서울 객실공급은 토지 부족, 자재비 인상 및 공기 지연으로 29년까지 실질 증분이 제한적이다. 동사는 보유객실수 1,700개의 대형사로 대형 단체의 단일 수용이 가능한 희소 포지션이다. 실제 국제일정에 연계한 출장수요 유치가 양호하였으며(11월 APAC 등), 중국 인센티브 관광 재개시에도 선호도가 높은 업장이다.

수요 측면에서 중국의 한일령을 통한 반사이익 내러티브가 매력적이다. 중국인들은 신속하게 일본 여행 취소에 나서는 모습인데, 12월 중국인 일본 입국자수는 33만명(-45% YoY)으로 리오프닝 이후 최저치까지 내려왔다. 중국 내 주요기관은 한국으로 발길을 돌릴 가능성에 무게를 둔다. 특히 춘절을 앞두고 23만명~25만명의 중국인 방문이 예상되며, 전년비 52% 증가한 수치로 기대를 모으는 시점이다.

### 개발 이익 27년 가시화 예정, 업사이드 리스크에 대비할 필요

터미널 재개발 및 인바운드 수혜로 부각되며 리레이팅(35% YTD) 가팔랐으나 저평가 매력은 여전히 유효하다. 현재 장부가액만 2.8조원으로 시가총액의 2배 이상이다. 코스닥 내 우량 자산주가 부각되는 시점에서 매력적인 선택지다. 개발이익도 상반기부터 가시화 예정인데 신정동(상반기 아파트 착공 허가→연말 사업승인→27년 1월 착공→2~3월 분양) 1Q27부터 분양대금 유입(1.4조원) 및 개발이익 인식이 가능할 전망이며 나진상가(10월 착공→11~12월 분양)는 하이엔드 오피스텔로 분양매출 5천억원 이상이다. 리스크 요인으로 부동산 안정화 정책발 거래량 둔화/미분양, 경기둔화시 고가 오피스텔 가격변동성 확대 가능성에 유의가 필요하다.

** 본 자료는 26년 2월 3일 탐방을 바탕으로 작성되었습니다.

| 결산기 (12월) | 2020 | 2021 | 2022 | 2023 | 2024 |
|---|---|---|---|---|---|
| 매출액 (십억원) | 84 | 90 | 129 | 162 | 177 |
| 영업이익 (십억원) | -6 | 0 | 10 | 28 | 35 |
| 영업이익률 (%) | -7.1 | 0.0 | 7.8 | 17.3 | 19.8 |
| 순이익 (십억원) | -17 | 10 | 15 | 111 | 49 |
| EPS (원) | -249 | 147 | 218 | 1,645 | 733 |
| ROE (%) | -2.5 | 1.5 | 2.3 | 15.4 | 5.7 |
| P/E (배) | -26.7 | 54.5 | 32.4 | 4.4 | 7.4 |
| P/B (배) | 0.7 | 0.8 | 0.7 | 0.6 | 0.4 |
| 배당수익률 (%) | 0.8 | 0.6 | 0.7 | 0.7 | 1.8 |

주: K-IFRS 개별 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익
자료: 서부T&D, 미래에셋증권 리서치센터

# 기업 분석

## 1. 회사 개요

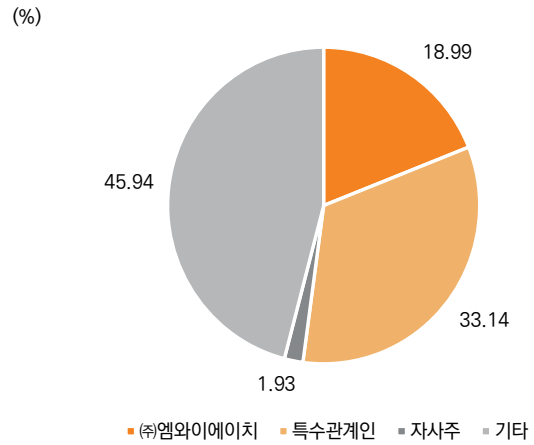
동사는 1979년 화물차정류장기업 ㈜서부트럭터미날로 출범했다. 2010년 ㈜서부티엔디로 사명을 교체, 기존 보유부지를 순차적으로 개발하며 자산가치를 증대시켜 왔다. 2012년 쇼핑몰 스퀘어원(인천), 2017년 드래곤시티호텔(용산)을 개관했다. 현재 두 자산에서 실적의 대부분이 창출되고 있으며 매출 비중은 호텔(72.8%), 쇼핑몰(16.1%), 물류/기타(11.1%) 순이다(3Q25 누적 기준). 신규 사업으로는 양천구 신정동(23.9㎡) 도심첨단물류단지 및 용산 나진상가(7.6㎡) 부지 재개발을 추진 중에 있다. 신한서부티엔디리츠(이하 종속회사)에 스퀘어원('20.11)과 용산 그랜드머큐어('21.12)를 매각·재임대하며 리츠화했다. 종속회사는 현재 인천스퀘어원, 그랜드머큐어 용산, 광화문G타워, 신라스테이마포를 보유하고 있으며 지난해부터 동사의 연결 실적에 편입된다(호텔 기타, 임대매출).

**표 1. 서부T&D 주요 개발 부동산 현황**

| 분류 | 보유 부동산 | | 개발 진행 부지 | |
|---|---|---|---|---|
| 사업명 | SQUARE 1 MALL Complex | 용산 Seoul Dragon City HOTEL Complex | 도시첨단물류복합단지(예정) | 나진상가 12, 13동 부지 |
| 이미지 |  |  |  |  |
| 소재지 | 인천시 연수구 동춘동 926 | 서울시 용산구 한강로3가 40-969 | 서울시 양천구 신정동 1315 | 서울시 용산구 한강로3가 2-8외3필지 |
| 대지면적 | 48,905㎡ (14,794평) | 15,163㎡ (4,587평, 리츠 1,111평 포함) | 101,169.28㎡ (30,603평) | 6,026.60㎡(1,823평) |
| 연 면적 | 169,074㎡ (51,144평) | 184,611㎡ (55,844평, 리츠 13,726평 포함) | 791,902.60㎡ (239,550.54평) | 73,161.33㎡ (22,131.30평) |
| 주 용도 | 쇼핑몰/영화관/대형마트 | 호텔(1,700객실)/컨벤션 | 아파트/쇼핑몰/물류센터 | 오피스텔/오피스판매시설 |
| 개점일 | 2012년 10월 | 2017년 11월 | 2031년 예정 | 2030년 예정 |
| 장부가 | 리츠공정가액 2,116억원 | 유형자산 3,937억원, 투자부동산 576억원 | 유형자산 239억원, 투자부동산 5,918억원 | 투자부동산 1,476억원 |

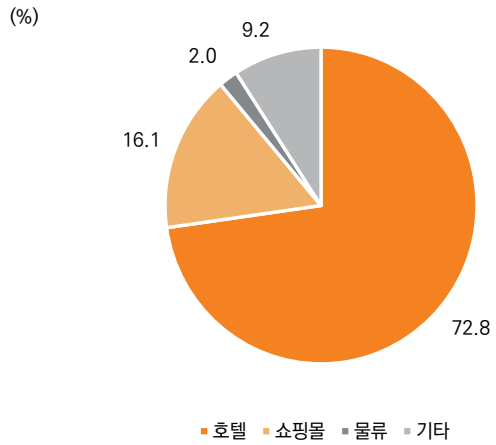
주: 장부가는 24년말 기준
자료: 서부T&D, 미래에셋증권 리서치센터

**그림 1. 서부T&D 주주 구성(3Q25)**




자료: 서부T&D, 미래에셋증권 리서치센터

**그림 2. 서부T&D 사업부별 매출 비중(3Q25 누적)**




자료: 서부T&D, 미래에셋증권 리서치센터

## 2. 실적 추이

매출의 80%를 차지하는 호텔사업은 24년 매출액 1,394억원(10.8% YoY), 영업이익 480억원(29% YoY, OPM 26%)을 달성했다. 3Q25 호텔 부문 영업이익률은 이미 40%에 육박했다(172억원, 38.2%). 쇼핑몰은 연간 매출액 약 360억원, 영업이익 200억원 이상(OPM 58%)의 캐시카우다. 변동비 부담이 낮아 마진율이 높은 영향이다. 고정지출의 경우 감가상각비, 그중 호텔 부문이 주효하며 분기 c.40억원(그림12) 수준을 인식중이다.

전술한 두 핵심 사업부에서 창출한 현금을 통해 잔여 보유부지 개발 여력을 확보한다. 신정동과 나진상가의 개발 인허가가 상반기중 가시화 예정이다. 착공 단계에서 분양대금 유입이 시작된다는 점을 고려하면 1Q27부터 개발이익의 실적 기여가 본격화될 전망이다.

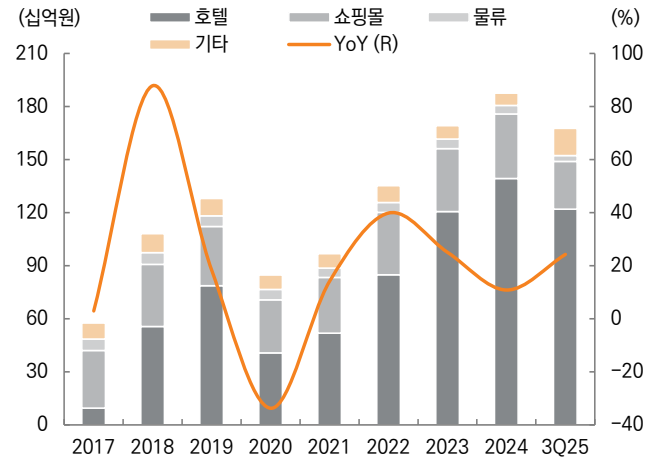
영업외에서는 이자비용 비중이 지배적이며 당사 추정 이자발생부채 기준 이자율은 4% 후반대로 전년(5% 초반) 대비 소폭 하락한 것으로 보인다. 종속회사의 리파이낸싱(25년 가중평균 5.09%→올해 4%초반) 및 금리 하락기 진입시 부담 완화가 가능할 전망이다. 4분기마다 투자부동산(매년), 유형자산(5년마다, 직전 24년) 재평가이익을 인식해 왔으며 현재 순이익 흑자의 핵심 동력이다. 지난해말 기존 장부가액 2.75조원의 자산재평가를 실시하였으며 최근 공시(2/4)를 통해 평가액 2.89조원, 차액 2,380억원 인식이 확정되었다.

**표 2. 서부T&D 최근 분기 및 연간 실적 추이** (십억원, %)

| | 1Q24 | 2Q24 | 3Q24 | 4Q24 | 1Q25 | 2Q25 | 3Q25 | 2021 | 2022 | 2023 | 2024 |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| **매출액** | **41.4** | **46.9** | **46.6** | **52.6** | **46.1** | **54.6** | **66.9** | **96.7** | **135.3** | **169.2** | **187.5** |
| 관광호텔 | 29.5 | 34.6 | 35.0 | 40.3 | 34.4 | 42.7 | 44.9 | 51.9 | 84.8 | 120.5 | 139.4 |
| 쇼핑몰 | 8.8 | 9.2 | 8.7 | 9.6 | 8.9 | 9.1 | 9.0 | 31.5 | 35.3 | 35.6 | 36.4 |
| 물류 | 1.4 | 1.3 | 1.2 | 1.0 | 1.2 | 1.1 | 1.0 | 5.2 | 5.6 | 5.4 | 4.9 |
| 매출원가 | 22.1 | 25.7 | 24.1 | 25.2 | 23.3 | 26.7 | 31.5 | 66.3 | 82.1 | 92.0 | 97.1 |
| 매출총이익 | 19.3 | 21.2 | 22.5 | 27.4 | 22.9 | 27.9 | 35.5 | 30.4 | 53.2 | 77.1 | 90.4 |
| 판관비 | 8.5 | 12.3 | 10.1 | 11.5 | 9.9 | 16.7 | 14.1 | 35.7 | 34.0 | 39.9 | 42.4 |
| 감가상각비 | 4.1 | 4.1 | 4.1 | 4.1 | 4.6 | 4.6 | 5.0 | 15.9 | 16.6 | 16.5 | 16.4 |
| 관황호텔 | 4.0 | 4.0 | 4.0 | 4.0 | 4.1 | 4.2 | 4.2 | 14.9 | 15.6 | 15.9 | 16.1 |
| **영업이익** | **10.8** | **8.9** | **12.4** | **15.9** | **12.9** | **11.2** | **21.3** | **-5.3** | **19.2** | **37.2** | **48.0** |
| 관광호텔 | 5.6 | 7.3 | 8.7 | 11.4 | 8.7 | 12.6 | 17.2 | -18.6 | 2.8 | 24.4 | 33.1 |
| 쇼핑몰 | 5.5 | 4.7 | 4.8 | 6.2 | 5.2 | 2.9 | 4.8 | 17.3 | 20.4 | 20.2 | 21.1 |
| 물류 | 0.9 | -0.2 | 0.6 | 0.4 | 0.7 | -0.4 | 0.4 | 2.0 | 2.2 | 2.1 | 1.6 |
| 영업외손익 | -11.6 | -13.7 | -14.0 | 48.4 | -13.7 | -14.8 | 21.3 | 41.5 | 11.3 | 139.6 | 9.1 |
| (-) 이자비용 | 13.0 | 13.6 | 14.3 | 13.6 | 15.1 | 15.9 | 17.2 | 32.7 | 35.6 | 44.7 | 54.4 |
| (+) 재평가이익 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 53.7 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 69.1 | 43.5 | 180.8 | 53.7 |
| 세전이익 | -0.8 | -4.8 | -1.6 | 64.3 | -0.7 | -3.6 | 42.6 | 36.1 | 30.5 | 176.8 | 57.1 |
| 법인세비용 | 0.2 | 0.0 | 0.1 | -7.8 | -0.2 | 0.1 | 8.5 | -3.1 | 5.1 | 29.3 | -7.5 |
| **순이익(지배)** | **-2.8** | **-5.2** | **-2.6** | **45.0** | **-3.2** | **-5.9** | **32.4** | **40.2** | **16.7** | **138.3** | **34.4** |
| 매출원가율 (%) | 53.5 | 54.7 | 51.8 | 47.9 | 50.4 | 48.9 | 47.0 | 68.6 | 60.7 | 54.4 | 51.8 |
| **영업이익률 (%)** | **26.0** | **19.0** | **26.6** | **30.2** | **28.0** | **20.5** | **31.9** | **-5.5** | **14.2** | **22.0** | **25.6** |
| 관광호텔 | 19.1 | 21.1 | 24.9 | 28.3 | 25.4 | 29.4 | 38.2 | -35.9 | 3.3 | 20.3 | 23.7 |
| 쇼핑몰 | 62.4 | 50.4 | 55.5 | 63.9 | 58.3 | 32.2 | 53.9 | 54.9 | 57.9 | 56.8 | 58.1 |
| 물류 | 62.0 | -17.8 | 48.6 | 39.4 | 55.8 | -40.1 | 42.4 | 37.8 | 38.4 | 38.4 | 33.3 |
| 세전순이익률 (%) | -1.9 | -10.2 | -3.4 | 122.3 | -1.6 | -6.7 | 63.6 | 37.3 | 22.5 | 104.5 | 30.5 |
| 순이익률 (지배, %) | -6.8 | -11.0 | -5.7 | 85.5 | -7.0 | -10.9 | 48.4 | 41.6 | 12.3 | 81.8 | 18.3 |

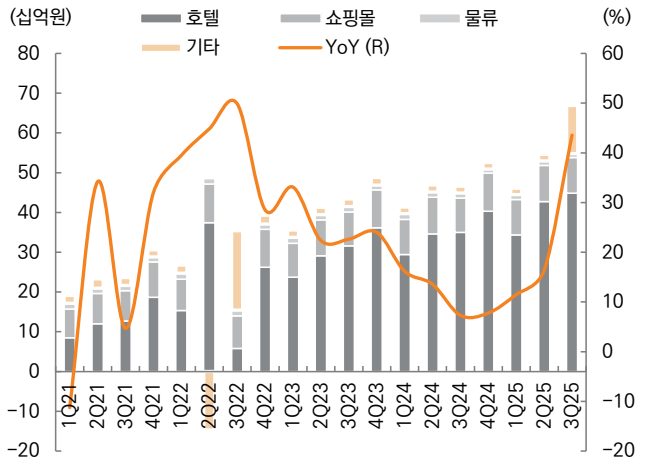
주1: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익
주2: 감가상각비는 매출원가, 판관비 내 해당성격의 합산
자료: 서부T&D, 미래에셋증권 리서치센터

### 그림 3. 서부T&D 부문별 매출액 및 성장률 추이(연간)



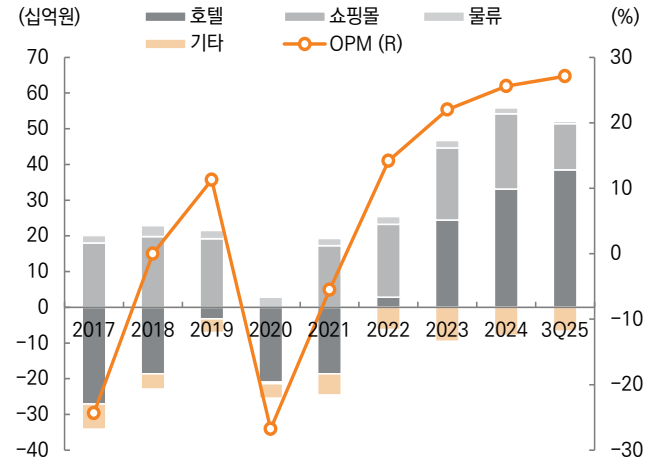

주: 3분기는 누적 기준, 19년까지 별도 기준
자료: 서부T&D, 미래에셋증권 리서치센터

### 그림 4. 서부T&D 부문별 매출액 및 성장률 추이(분기)



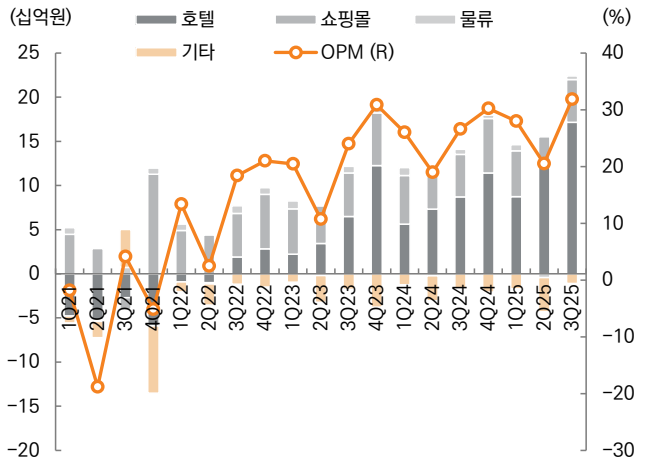

자료: 서부T&D, 미래에셋증권 리서치센터

### 그림 5. 서부T&D 부문별 영업이익 및 영업이익률 추이(연간)



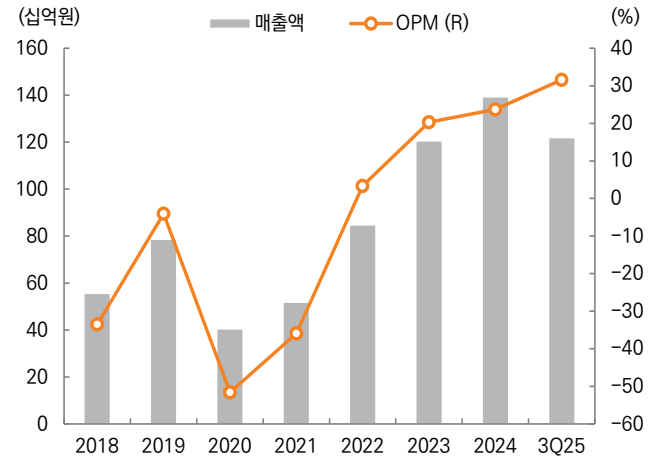

주: 3분기는 누적 기준, 19년까지 별도 기준
자료: 서부T&D, 미래에셋증권 리서치센터

### 그림 6. 서부T&D 부문별 영업이익 및 영업이익률 추이(분기)



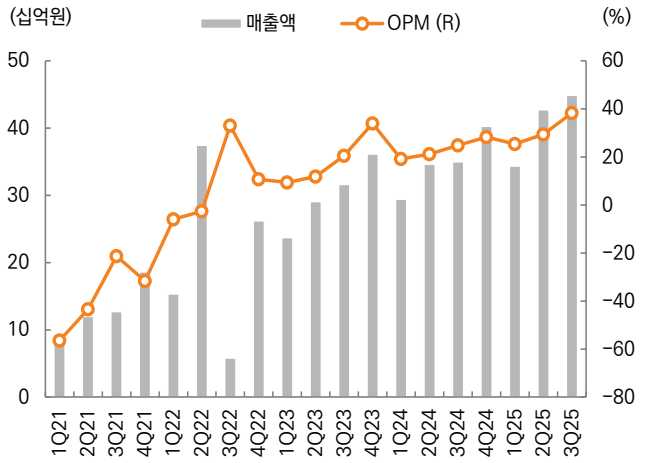

자료: 서부T&D, 미래에셋증권 리서치센터

### 그림 7. 서부T&D 호텔 부문 매출액 및 영업이익률 추이(연간)



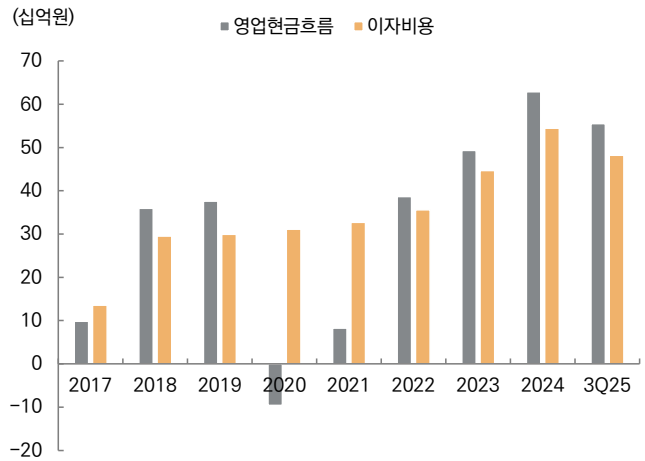

주: 3분기는 누적 기준, 19년까지 별도 기준
자료: 서부T&D, 미래에셋증권 리서치센터

### 그림 8. 서부T&D 호텔 부문 매출액 및 영업이익률 추이(분기)



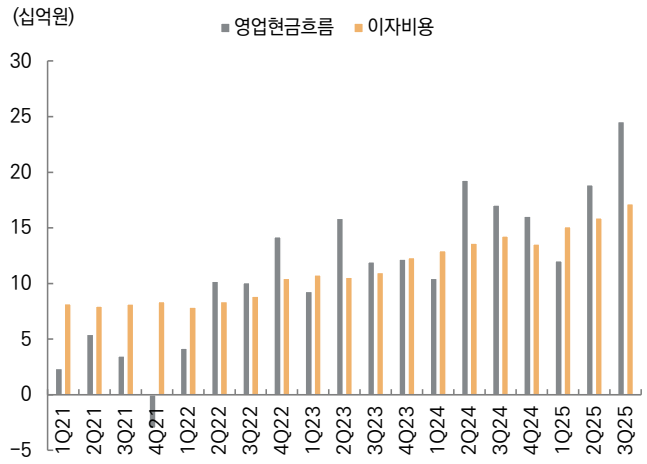

자료: 서부T&D, 미래에셋증권 리서치센터

### 그림 9. 서부T&D 연간 현금흐름, 이자비용 추이



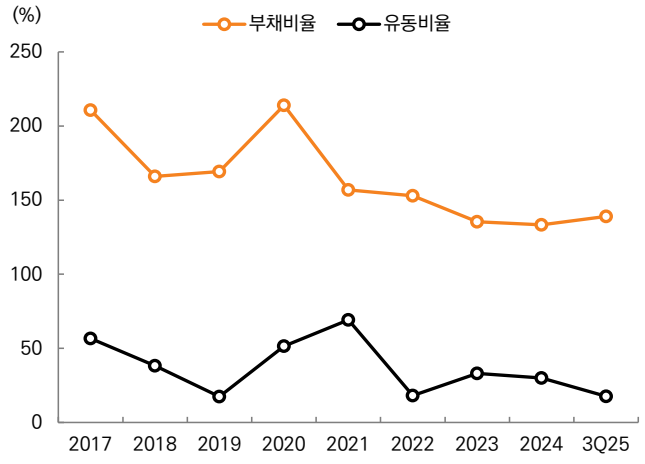

주: 19년까지 별도 기준
자료: 서부T&D, 미래에셋증권 리서치센터

### 그림 10. 서부T&D 분기 현금흐름, 이자비용 추이



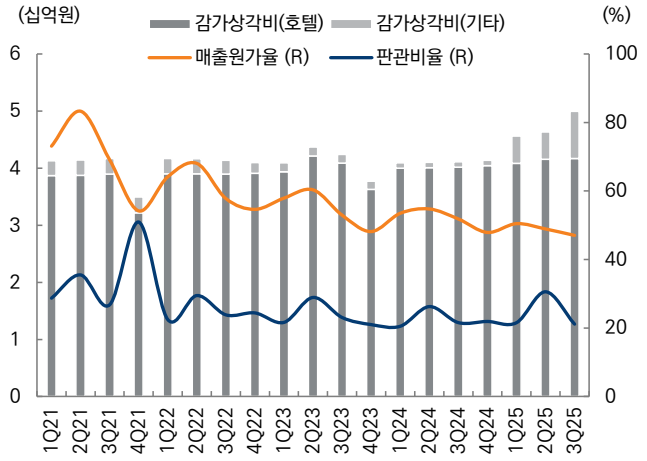

자료: 서부T&D, 신한리츠운용

### 그림 11. 서부T&D 부채비율 및 유동비율 추이



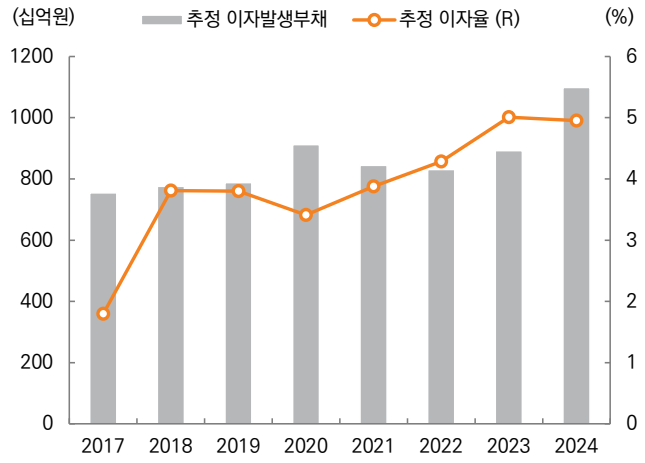

주: 19년까지 별도 기준
자료: DART, 미래에셋증권 리서치센터 추정

### 그림 12. 서부T&D 분기 매출원가율, 판관비율 및 감가상각비



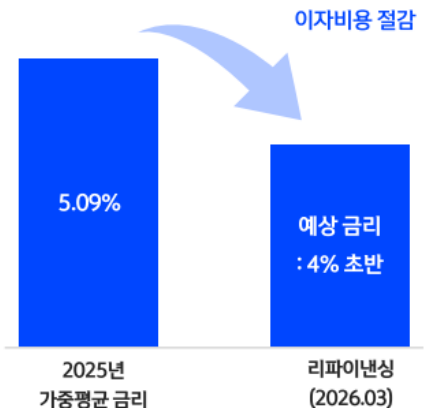

자료: 서부T&D, 미래에셋증권 리서치센터

### 그림 13. 서부T&D 추정 이자발생부채 및 이자율 추이




주: 19년까지 별도 기준
자료: DART, 미래에셋증권 리서치센터 추정

### 그림 14. 신한서부티엔디리츠 리파이낸싱 계획(2026)




자료: 신한리츠운용

## 3. 개발 사업 현황

### ① 신정동 서부트럭터미널

신정동 서부트럭터미널 부지의 도시첨단물류 복합단지 개발을 앞두고 있다. 서울 시내 미개발 상업용지 중 최대규모다(3.15만평). 동사가 1979년 운영을 시작해 운송업자/트럭 배송 거점으로 활용했으나 1990년대 택배업 활성화로 화물차고지로서의 기능이 약화되었다. 2016년 6월 국토교통부의 시범단지 지정 이후 개발사업이 본격 추진되었으며, 동사는 4차례의 신청 끝에 2023년 8월 서울시의 최종 심의를 통과한 바 있다.

총 3.15만평중 동사 소유 면적은 2.8만평 상당이다. 예상 연면적은 24만평이며 아파트, 쇼핑몰 및 물류창고가 결합된 복합시설로 구성한다는 계획이다. 아파트는 2030년 완공, 물류창고 및 쇼핑몰은 2031년 순차적으로 준공을 목표하고 있다.

수익의 핵심은 물론 아파트다. 총 990세대의 주택이 계획되어 있으며 임대주택(98세대)을 제외한 892세대가 동사 분양 물량이다. 26년 상반기 내 인허가 획득, 연말 사업승인을 목표하고 있다. 2027년 1월 착공, 2~3월 전후 분양 개시 예정이다. 분양 대금은 1.4조 전후로 전망되며 1Q27부터 분양대금 유입과 더불어 개발이익 인식이 가능할 것으로 보인다. 사업 첫해 계약금으로 총분양가의 10% 전후 금액을 27년도 온기로 인식할 가능성이 높다.

**그림 15. 서부트럭터미널 도시첨단물류단지 배치도**




자료: 서부T&D

**표 3. 서부트럭터미널 도시첨단물류단지 개발사업 개요**

| 추진계획 | | 시설계획 | |
|---|---|---|---|
| 일자 | 내용 | 구분 | 내용 |
| 2016.06 | 국토교통부 도시첨단물류단지 시범단지 선정 | 공동주택(아파트) | 총 997세대, 공공임대주택 98세대 포함 |
| 2023.08 | 물류단지계획(안) 승인(서울시) | 복합쇼핑몰 | 스퀘어원 서울(가칭) |
| 2026 | 건축허가 예정 | 물류시설 | 풀필먼트센터, 콜드체인센터, 공유창고 등 |
| 2027 | 착공 예정 | 기타 | 문화집회시설, 오피스텔 등 |

자료: 언론 보도, 미래에셋증권 리서치센터

### ② 용산 나진상가 12, 13동

용산전자상가 일대는 서울시의 '용산국제업무지구-전자상가 일대 연계전략(2023)'을 중심으로 특별계획구역 지정(11개)을 통해 대대적인 재개발 사업이 추진 중이다. 국제업무지구와 연계해 51조원에 달하는 초대형 재개발 사업 배후지로 활용 가능성이 높다. 기존 유통업무 설비지역으로 용도가 도매상/화물터미널에 한했으나 동사 보유의 12, 13동을 시작으로 순차적으로 해제될 방침이다. 규제 완화를 통해 업무, 상업 및 주거시설 유치 예정이다.

동사 보유의 12, 13동 부지는 연면적 7.4만평, 용적률 800%로 지하 8층~27층 규모 시설로 개발될 예정이다. 주거용 오피스텔이 주력이며, 이외 오피스 및 부대 리테일 시설로 구성할 계획이다. 오피스텔의 경우 개발이 특히 임박한 시점으로 1Q26 내 시공사 비딩, 올해 10월 착공 예정이다. 아코르 브랜드 연계의 하이엔드 오피스텔로 높은 평당 단가를 통해 5천억원 이상 분양매출을 목표하고 있다. 11~12월내 분양이 시작될 예정임을 고려하면 늦어도 1Q27부터 매출 인식이 가능할 전망이다.

**그림 16. 용산전자상가지구 재개발 대상 일대**




자료: 언론 보도

**표 4. 용산전자상가지구 구역별 상세현황**

| 구분 | | 위치 | 특별계획 구분 | 소유자 |
|---|---|---|---|---|
| 전자랜드 | | 한강로2가 16-9 일원 | 특별계획구역1 | (주)SYS홀딩스 |
| 전자랜드(별관) | | 원효로3가 51-31 일원 | 특별계획구역2 | (주)SYS홀딩스 |
| 나진상가 | 10, 11동 | 한강로3가 1-3 일원 | 특별계획구역4 | (주)나진산업 |
| | 12, 13동 | 한강로3가 2-8 일원 | 특별계획구역5 | (주)서부T&D |
| | 14동 | 한강로3가 1-1 일원 | 특별계획구역6 | (주)현대엘리베이터 |
| | 15동 | 한강로3가 3-23 일원 | 특별계획구역7 | (주)브리스용산PFV |
| | 17, 18동 | 한강로2가 15-2 일원 | 특별계획구역8 | (주)브리스용산PFV |
| | 19, 20동 | 한강로2가 15-13 일원 | 특별계획구역10 | (주)나진산업 |
| 농협 | | 한강로2가 15-19 일원 | 특별계획구역9 | (주)농협은행 |
| 원효상가 | | 한강로3가 16-20 일원 | 특별계획구역3 | (주)서부T&D 외 131인 |
| 선인상가 21, 22동 | | 한강로2가 16-8 일원 | 특별계획구역11 | 토지: (주)선인상업 / 건물: 임차인조합(1,300인) |

자료: 언론 보도, 미래에셋증권 리서치센터

### ③ 기타 투자부동산 등

이외 보유 투자부동산 및 유형자산에 대한 자산재평가 실시를 통해 재평가차익을 인식한다. 투자부동산은 매년, 유형자산은 5년마다 시행되며 직전 시행연도는 2024년이다. 현재 순이익 흑자의 핵심 동력으로 기능하고 있다. 실제 동사의 2024년도 연결 기준 자산평가이익은 536억원으로 세전이익(571억원) 대비 유의미했으며, 올해는 기존 장부가액 2.75조원의 자산 재평가를 통해 평가액 2.89조원, 차액 2,380억원을 인식할 예정이다.

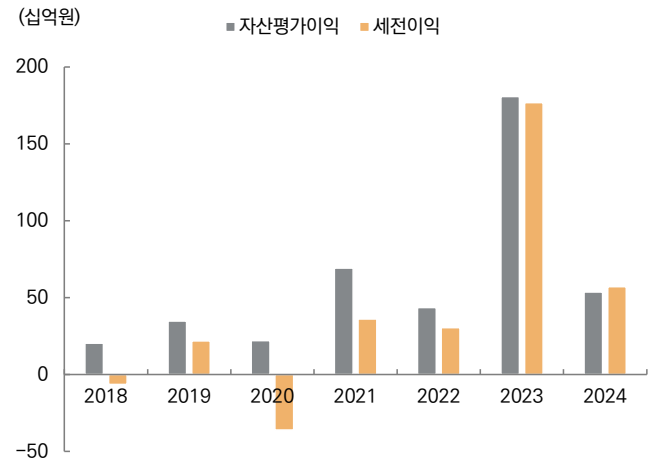
투자부동산의 경우 서울시 부동산 가격 인상과 더불어 매년 증가 추세다. 2023년도 평가손익 증가분(자본)이 특히 유의미하였는데(1,763억원) 당해연도 동사 보유 신정동 부지의 도시첨단물류단지 개발에 대한 서울시의 승인 취득에 기인한다. 금년도 평가손익 증가분 역시 전년 520억에서 810억으로 확대됐다(2/4 공시).

**표 5. 서부T&D 보유자산재평가결과(2026.02.04)** (십억원)

| 재평가 목적물 | 장부가액 | 재평가금액 | 재평가차액 |
|---|---|---|---|
| 투자부동산(토지) | 1,454 | 1,535 | 81 |
| 투자부동산(건물) | 408 | 415 | 7 |
| 유형자산(토지) | 546 | 554 | 8 |
| 유형자산(건물) | 347 | 488 | 141 |
| 합계 | 2,755 | 2,993 | 238 |
| **자산총액** | **2,894** | | |

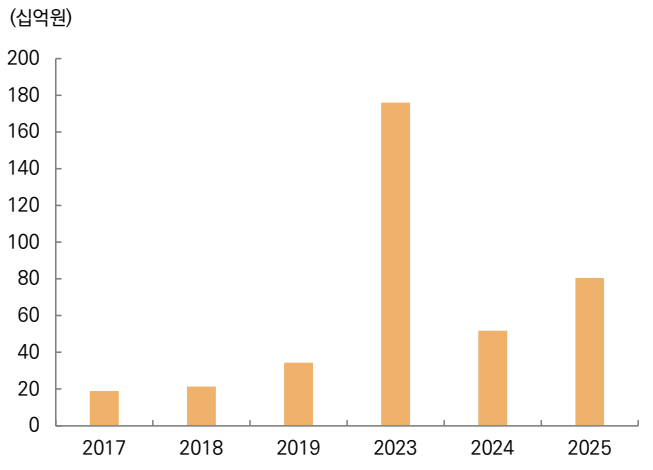
주: 연결 기준
자료: DART, 미래에셋증권 리서치센터

**그림 17. 서부T&D 자산평가이익 및 세전이익 추이**




주: 19년까지 별도, 20년부터 연결 기준
자료: DART, 미래에셋증권 리서치센터

**그림 18. 서부T&D 투자부동산 평가손익 증가분 추이**




자료: DART, 미래에셋증권 리서치센터

# 산업 체크포인트

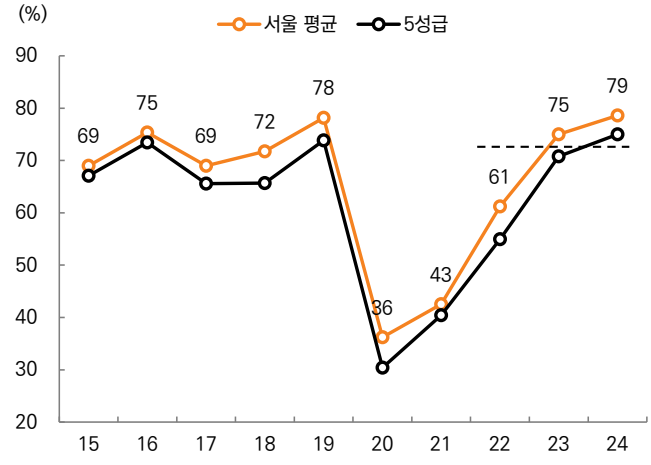
## 뚜렷한 지표 개선 시그널

**OCC / ADR**
OCC(Occupancy): 판매 객실수÷판매가능 객실수*100
ADR: 평균 객실요금

국내 호텔업 지표 개선(OCC, ADR)이 뚜렷하다. 서울 평균 OCC는 24년 80%, 4~5성급 한정시 전년말(10~11월) 90%에 육박하며 사실상 풀캐파에 도달했다. ADR 역시 제한적 인상률(15~23년 2%)에서 쇼티지가 심화된 24년 22% YoY 상승하며 20만원대를 넘어섰다.

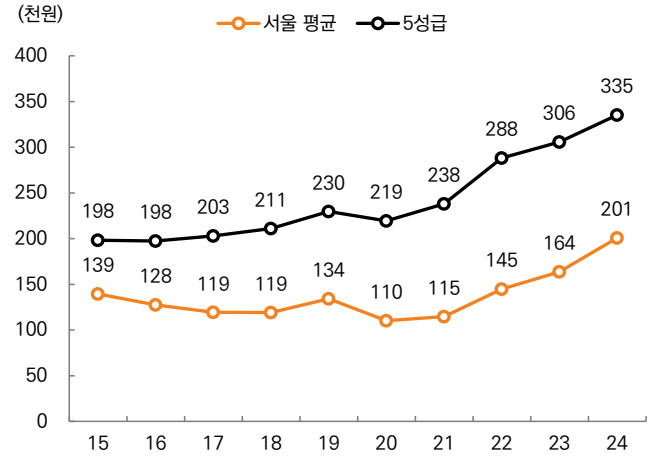
객실공급은 토지 부족, 자재비 인상 및 공기 지연으로 29년까지 실질 증분이 제한적일 공산이 크다. 높은 OCC에 바탕한 ADR 인상이 지속가능한 환경이다. 동사는 현재 용산 부지에서 4개의 호텔을 연결, 도합 1,700객실을 운영중이다. 4~5성급 호텔을 운영하는 타사(파르나스 1,421실, 나인트리 1,024실) 대비 단체 수용력 및 OCC 상승 여력이 강점이다. ADR 인상의 상방이 열려 있어 인바운드 증가를 통한 수혜가 특히 가파를 것으로 기대된다

**그림 19. 서울 호텔 OCC(객실점유율) 추이**



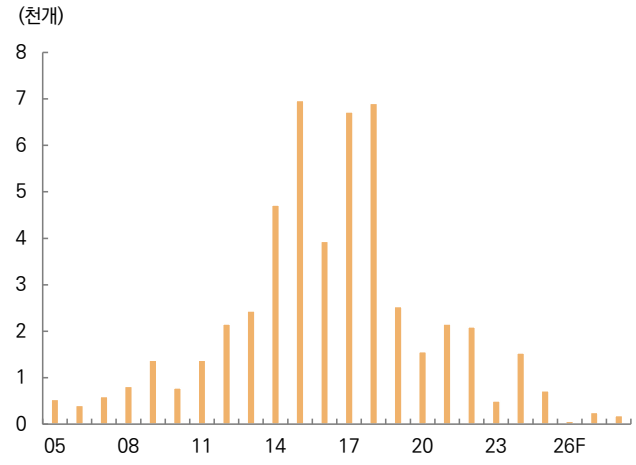

자료: 한국호텔업협회, 미래에셋증권 리서치센터

**그림 20. 서울 호텔 ADR(평균객실요금) 추이**



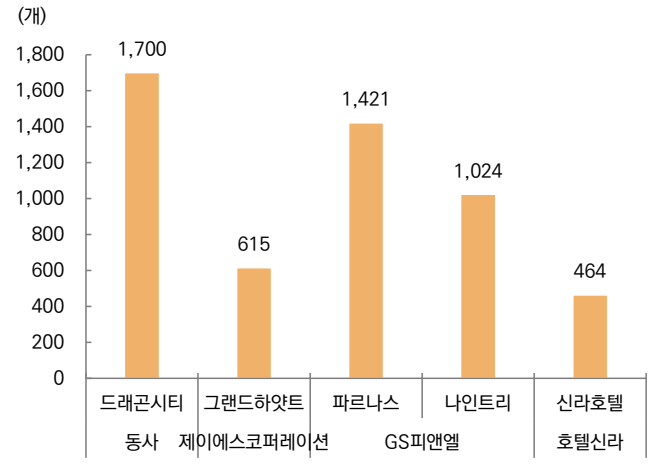

자료: 한국호텔업협회, 미래에셋증권 리서치센터

**그림 21. 서울 호텔객실 신규 공급추이**




자료: 마스턴투자운용, 미래에셋증권 리서치센터

**그림 22. 주요 호텔사 보유객실수 비교**




주: 나인트리는 4~5성만 포함
자료: 각 사, 미래에셋증권 리서치센터

## 공급: 29년까지 신규 객실 제한

한국이 인기 관광지로 부상하며 리츠칼튼, 로즈우드, 만다린 오리엔탈 등 해외 프리미엄사의 국내 진출이 다수 발표되었으나 실질 공급은 29년 이후가 될 것으로 보인다. 올해 개장 예정인 호텔은 강남구 메종델라노(81실) 이외 제한적이다. 호텔 공사기간은 최근 3~4년에 전후하는 것으로 알려져 있으며 최대 5년까지 나타나고 있다. 중대재해처벌법 시행 이후 안전관리체계 구축·이행 부담이 증가해 공기 지연에 영향을 준다는 지적도 있다.

에어비앤비의 영업신고 의무화 조치도 공급 감소 요인이다. 지난해 10월부터 미신고 숙소는 올해 예약이 차단된다. 보도에 따르면 대상업체는 약 3만개로 전체(72,000개) 40%가 미등록 상태였던 것으로 추정된다. 국내 숙박업제도의 업종 세분화(외국인관광도시민박업, 한옥체험업 등 27개) 및 건축물 연한제한 신고 요건 등이 진입장벽으로 작용한다.

**표 6. 에어비앤비 국내 숙소 영업신고 의무화 및 미신고 숙소 예약 차단 타임라인**

| 날짜 | 내용 |
|---|---|
| 2024-07-10 | 에어비앤비, 국내 숙소 영업신고 의무화 정책 단계적 도입 계획(미신고 숙소 퇴출 정책) 발표 |
| 2024-10-02 | (1단계) 신규 등록시 영업신고 정보 및 영업신고증 제출이 의무화 |
| 2025-10-16 | (2단계) 기존 등록 숙소에 영업신고 정보 및 영업신고증 제출 의무화 |
| 2026-01-01 | 제출 미완료 업체의 체크인 예약 차단. 단, 제출 완료시 해당 시점부터 정상 운영 |

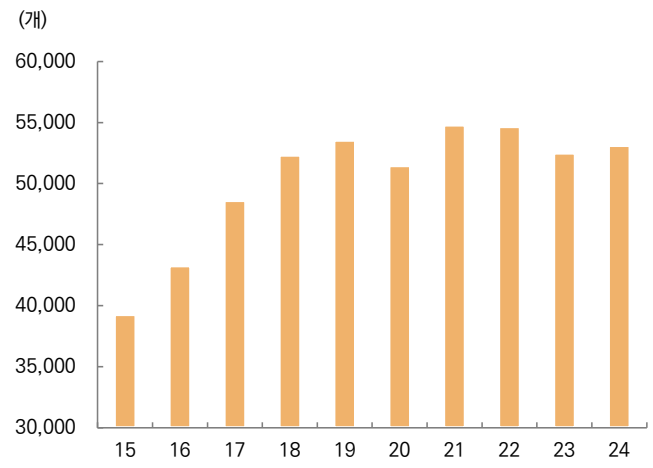
자료: 언론 보도, 미래에셋증권 리서치센터

**표 7. 서울시내 5성급 호텔 신규 추진 현황**

| 호텔/프로젝트 | 위치 | 사업주/시공사 | 개관시기 | 객실수 |
|---|---|---|---|---|
| 포만 앰배서더 서울 이스트폴 | 광진구 구의동 | KT / 현대건설 | 2025년 7월 | 미정 |
| 메종 델라노 서울 | 강남구 선정릉역 (옛 라마다호텔) | 제이더블유에셋 | 2026년 | 81실 + 52 레지던스 |
| 파크하얏트 서울 | 용산정비창 1구역 | HDC현대산업개발 | 미정 | 미정 |
| 로즈우드 서울 | 용산구 유엔사부지 | 일레븐건설 / 현대건설 | 2027년 | 약 250실 |
| 쉐라톤 서울 | 용산구 전자랜드 | SYS홀딩스 / 미정 | 2029년 | 미정 |
| 파라다이스 플래그십 호텔 | 중구 장충동 2가 | 파라다이스그룹 / DL이앤씨 | 2028년 | 미정 |
| 더 리츠칼튼 서울 | 중구 남대문로 5가 | 이지스자산운용 / 현대건설 | 2029년 이후 | 미정 |
| 만다린 오리엔탈 | 서울역북부역세권 | 서울역북부역세권개발 / 한화건설부문 | 2028년 이후 | 약 128실 |
| 동대문 두산타워호텔 (미정) | 중구 장충단로 | 한국투자증권 | 미정 | 미정 |
| 아만 서울 (협의 중) | 강남구 청담동 | 미래엔 + 신세계프라퍼티컨소시엄 | 2030년 | 미정 |
| 성수동 5성급 호텔 | 성동구 성수동 1가 | 부영그룹 | 2027년 | 미정 |

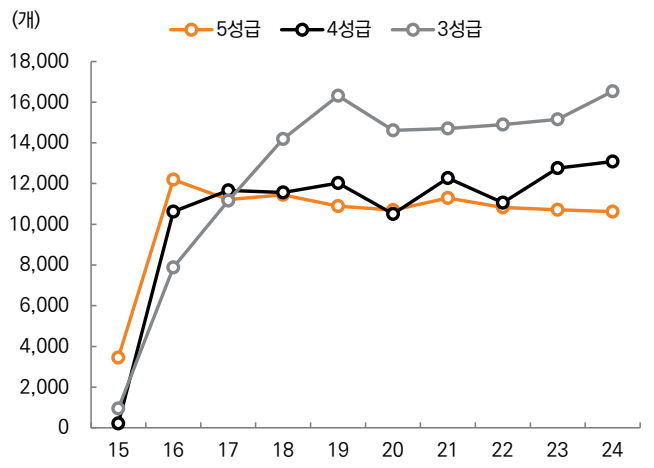
자료: 언론 보도, 미래에셋증권 리서치센터

**그림 23. 서울 관광호텔 객실수 추이**




자료: 한국호텔업협회, 미래에셋증권 리서치센터

**그림 24. 서울 관광호텔 객실수 추이: 3~5성**




자료: 한국호텔업협회, 미래에셋증권 리서치센터

### 수요: 가시화될 한일령 반사수혜

한일령이 향후 수요의 추가 촉매로 기대된다. 중국인들은 신속하게 일본 여행 취소에 나서는 모습이다. 12월 중국인 일본 입국자수는 33만명(-45% YoY)으로 팬데믹 이후 사실상 최저치까지 내려왔다. 중국 정부가 일본 방문 자제를 권고한 익일(11/15) 기준 중국발 일본행 항공편은 5,747편에 달했으나 현재 3,000편 초순으로 50% 가까이 감축된 상황이다.

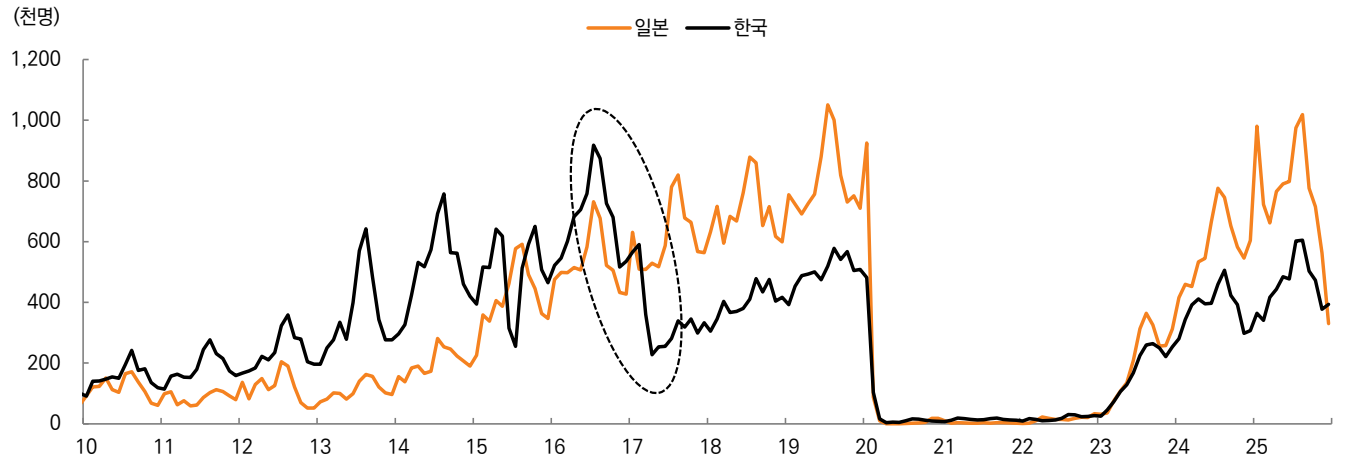
전년 방한 중국인 단체관광객 무비자 시행과 더불어 인바운드 부양 가능성이 부각되었던 바 있으나 국내 입국자수에는 효과가 미미했다. 25년말 기준 방한 중국인 회복률은 아직 팬데믹 이전 70%에 불과하다. 수요 회복이 더뎠던 배경으로 17년 한한령 제재의 여파를 배제할 수 없다. 반면 일본은 리오프닝 이후 최고 인기 여행지로 부상했던 바 분산 효과를 기대해봄직 하다. 중국대사관에 따르면 지난해 11월부터 올해 1월까지 한국 방문비자 신청 건수는 전년비 34.0% 증가한 33만건으로 집계됐다. 주요 기관은 올해 춘절 연휴간 방한 중국인수 23만~25만명을 예측, 전년비 52% 성장한 수치로 기대를 모은다.

**표 8. 중국 한일령 움직임 및 최근 중일갈등 일지**

| 날짜 | 내용 |
|---|---|
| 10월 31일 | 시진핑 중국 국가주석-다카이치 사나에 일본 총리, 경주 APEC 계기 중일 정상회담. 일본의 침략 역사 및 대만 문제 등 거론 |
| 11월 7일 | 다카이치 사나에 일본 총리, 대만 유사시는 일본이 집단자위권을 행사할 수 있는 '존립위기 사태'에 해당한다고 발언 |
| 11월 10일 | 주오사카 중국 총영사, 다카이치 총리 견해 비난. 일본 정부 중국에 강하게 항의하는 등 중일 간 신경전 가열 양상 |
| 11월 15일 | 중국, 일본 방문 자제 권고. 중국 주요 항공사 일본행 항공편 무료 취소 지원 및 중국 대형 여행사는 일본 여행 상품 판매 중지 |
| 11월 18일 | 중국 외교부 아시아국장, 방중 일본 외무성 국장과 베이징 회담. 일본 총리의 '대만 유사시 개입' 발언 즉각 철회 촉구 등 강력 항의 |
| 11월 24일 | 다카이치 사나에 일본 총리, G20 정상회의에서 발언 철회 거부하며 중국의 희토류 독점을 비판 |
| 12월 2일 | 유엔 주재 중국대표부 대사, 안토니우 구테흐스 유엔 사무총장에게 보낸 서한을 통해 다카이치 사나에 일본 총리의 발언 철회를 요구 |
| 12월 3일 | 다카이치 사나에 일본 총리, 참원(상원) 출석 자리에서 대만에 관한 입장에 일절 변경이 없다고 답변 |
| 12월 25일 | 교도통신, 중국 당국이 자국 여행사에 기존 12월→내년 3월까지 일본행 비자 신청 건수를 종전의 60% 수준까지 감축하도록 지시했다고 보도 |
| 1월 26일 | 중국 외교부, 춘절 앞두고 일본 여행 자제를 재차 당부. 주요 항공사, 중국-일본 간 49개 노선에서 2월 예정된 항공편을 모두 취소.<br>중국국제항공, 중국동방항공, 중국남방항공은 일본행 항공권 무료취소기한을 3월말에서 10월말로 연장 |
| 1월 31일 | 닛케이신문, 1월 중국발 일본행 여객편 48% 감소 보도. |

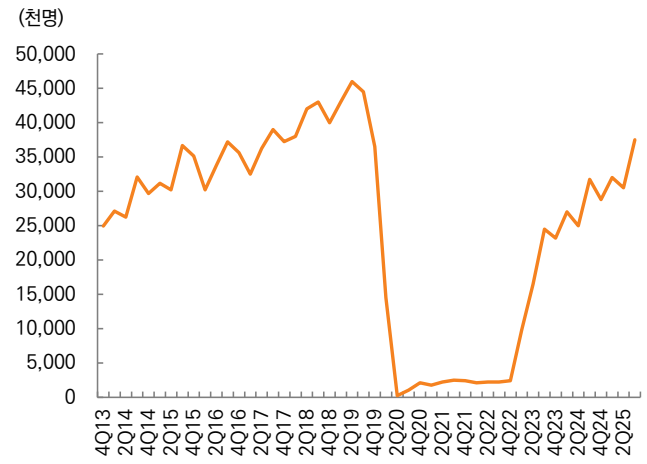
자료: 언론 보도, 미래에셋증권 리서치센터

**그림 25. 중국인 관광객 추이(방일/방한)**



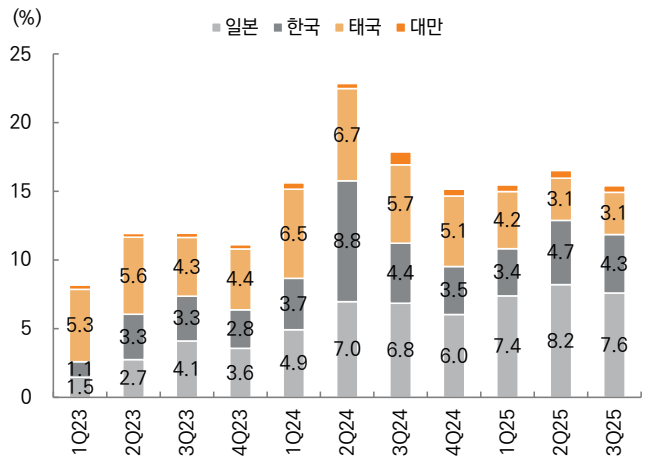

자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

**그림 26. 중국인 외래관광객 추이:**
**GDP신장 및 내수부양 정책으로 아웃바운드는 지속 고성장**



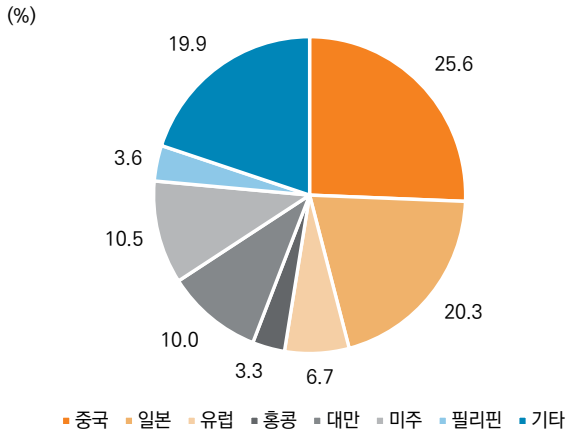

자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

**그림 27. 중국인 외래관광 아시아 주요국가별 비중:**
**일본은 리오프닝 후 중국인들의 동아시아 최대 인기여행지**



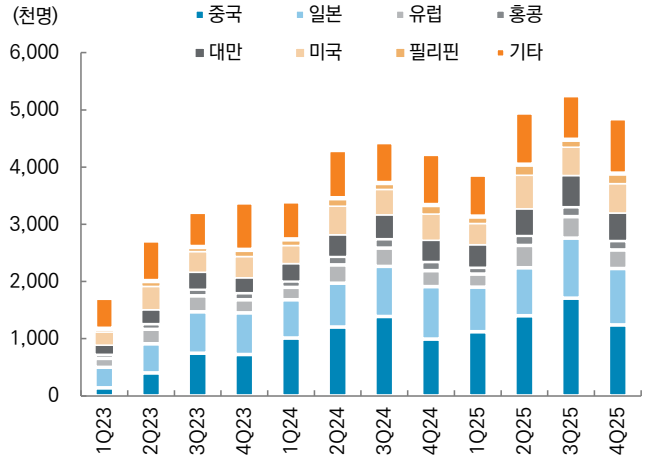

자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

**그림 28. 방한 외래관광객 국적별 비중 추이:**
**중국인은 아직도 국내 인바운드의 주역으로 자리**



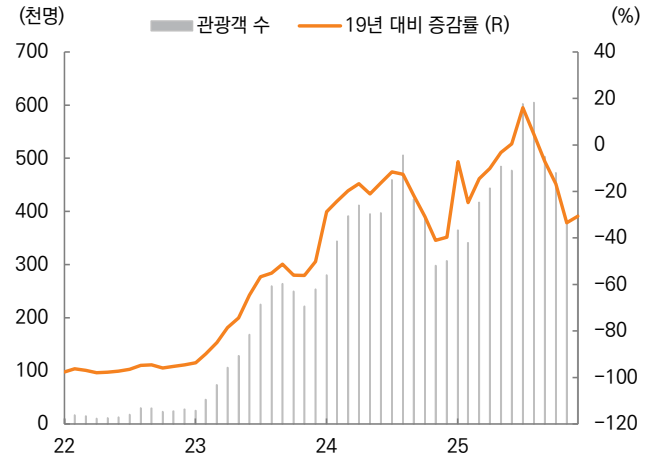

자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

**그림 29. 방한 중국인 관광객 추이:**
**24년 중국인 방한 수요 슬로우해 관광업 업황도 부진**



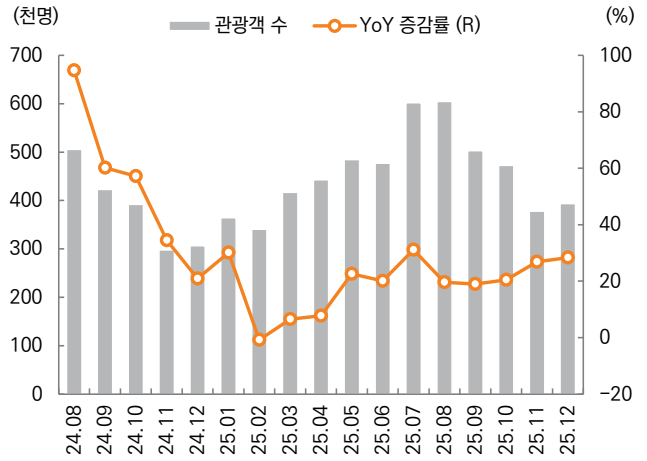

자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

**그림 30. 방한 중국인 관광객 추이:**
**방한 중국인 회복률은 전년말 팬데믹 이전 70%에 불과**




자료: 한국관광통계, 미래에셋증권 리서치센터

**그림 31. 방한 중국인 관광객 추이:**
**무비자 정책의 중국인 인바운드 개선 효과는 아직**



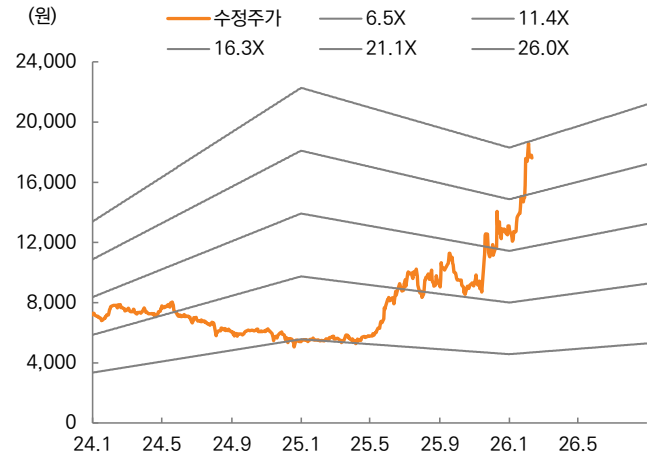

자료: 한국관광통계, 미래에셋증권 리서치센터

# 주가 추이 및 밸류에이션

현재 12개월 선행 P/E 기준 25배, P/B 1.07배에 거래되고 있다. 최근 호텔업종 리레이팅과 동행하였으며 핵심 내러티브인 OCC 및 ADR 개선을 통한 상방이 큰 것이 강점이다. 캐파 규모(1,700실) 기준 유사업체 GS피앤엘(파르나스 1,421실, 나인트리 1,024실), 제이에스코퍼레이션(그랜드하얏트 615실) 대비 경쟁력 부각이 기대된다.

동사는 또한 보유 자산가치(2.8조원)가 시가총액(1.1조원)을 크게 상회하는 대표적 자산주로 꼽힌다. 최근 서울 일대 대규모 트럭터미널 부지 재개발 기대감으로 동반 조명받기도 했다. 올해 상반기내 신정동, 나진상가 개발건의 인허가 일정이 예정되어 있는 바, 실적 기여 가시화와 더불어 주당가치의 레벨업 및 재평가가 가능할 전망이다.

**그림 32. 12M FWD PER 밴드차트**




자료: 에프앤가이드, 미래에셋증권 리서치센터

**그림 33. 12M FWD PBR 밴드차트**




자료: 에프앤가이드, 미래에셋증권 리서치센터

**표 9. 글로벌 호텔/레저업체 Peer Valuation**

(십억원, %, 배)

| 국가/회사명 | | 시가총액 | 매출액 | | 영업이익 | | 순이익 | | ROE | | PER | | PBR | |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| | | | 26F | 27F | 26F | 27F | 26F | 27F | 26F | 27F | 26F | 27F | 26F | 27F |
| 국내 | 서부T&D | 1,144 | 170 | 209 | 48 | 62 | 43 | 40 | 6.1 | 5.4 | 22.0 | 23.1 | 1.1 | 1.0 |
| | GS피앤엘 | 1,202 | 421 | 459 | 85 | 100 | 40 | 47 | 6.5 | 7.1 | 20.7 | 17.4 | 1.3 | 1.2 |
| | 롯데관광개발 | 2,080 | 444 | 526 | 99 | 134 | 4 | 47 | 1.7 | 17.8 | 364.4 | 30.3 | 6.0 | 4.9 |
| | 호텔신라 | 2,002 | 2,694 | 2,785 | 89 | 115 | 51 | 75 | 7.5 | 9.4 | 26.3 | 18.1 | 1.6 | 1.5 |
| | GKL | 849 | 326 | 348 | 58 | 65 | 47 | 54 | 14.4 | 15.1 | 11.9 | 10.5 | 1.7 | 1.5 |
| | 아난티 | 816 | - | - | - | - | - | - | - | - | - | - | - | - |
| | 제이에스코퍼레이션 | 384 | 881 | 930 | 90 | 95 | 50 | 51 | 14.8 | 13.3 | 4.9 | 5.0 | - | - |
| 해외 | Intercontinental | 135,948 | 10,561 | 11,188 | 6,464 | 7,004 | 4,299 | 4,703 | 13.6 | 14.2 | 21.7 | 19.4 | 3.1 | 3.0 |
| | Marriot | 138,311 | 27,942 | 29,471 | 4,958 | 5,364 | 3,023 | 3,269 | -85.3 | -119.5 | 31.2 | 27.8 | - | - |
| | Hilton. | 107,812 | 12,854 | 13,929 | 3,452 | 3,799 | 2,070 | 2,296 | -38.4 | -42.6 | 35.4 | 30.9 | - | - |
| | Hyatt | 10,269 | 7,088 | 7,321 | 393 | 683 | 148 | 357 | 4.3 | 11.1 | 127.2 | 47.7 | 4.3 | 4.4 |
| | Accor | 19,771 | 6,724 | 7,106 | 1,003 | 1,108 | 607 | 679 | 11.5 | 13.4 | 23.1 | 19.5 | 2.5 | 2.7 |
| **평균** | | | **6,373** | **6,752** | **1,522** | **1,685** | **944** | **1,056** | **-3.9** | **-5.0** | **62.6** | **22.7** | **2.7** | **2.5** |

자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

# 탐방 Q&A

**Q) 호텔; ADR/OCC 현황 업데이트**

A. ADR은 약 1~2만원 수준의 yy 순증 중. 비수기는 1~2월 및 12월이며, 성수기는 4월과 10월. 다만 전년도는 추석 연휴 영향으로 11월까지 국제회의·학술대회 수요가 이연되며 고단가 비즈니스 연계 숙박 양호하였음. 통상 OCC 90% 초반을 만실로 판단. 지난해 동대문·을지로5가 일대 2~3성이 90% 상회. 동사는 1,700객실로, 주말은 만실에 가깝지만 주중 OCC는 업계 평균 대비 여유.

**Q) 호텔; 부문별 매출비중 및 원가구조**

A. 객실:식음료 6:4. 객실 매출은 변동비 부담이 낮아 마진율이 매우 높음. 식음료 부문의 경우 원가율은 약 35%, 인건비 약 35%, 마진 약 30% 수준. 객실과 마찬가지로 규모 확대 시 인건비 레버리지 효과가 발생.

**Q) 호텔; 국적별 비중 및 투숙객 특이사항**

A. 중국, 일본, 동남아 순. 내국인 비중은 40%에 소폭 못 미치는 수준. 이어 유럽과 미국이 각각 약 10%. 특히 유럽이 과거 대비 증가세 유의미한데. 한류 콘텐츠 영향이 큼. 단체관광 재개 효과는 아직 제한적. 단 인센티브 관광 문의는 한일령 본격화된 11~12월 이후 유의미하게 증가. 대형 단체를 단일 호텔에서 수용할 수 있는 희소한 포지션으로 경쟁력. 카지노·컨벤션·교통 접근성 결합돼 중국 인센티브 관광 재개시 선호도 높을 것.

**Q) 호텔; 카지노 수익 및 비용 구조**

A. GKL과는 2021년 8월 10년 장기 임대차 계약을 체결했으며, 2023년 1월부터 영업 중. 연간 임대료는 약 70억원으로 고정 수취 구조이며, 카지노 영업 실적과는 연동되지 않음. 월 약 5억원 수준의 컴프비용 이외 비용 제한적. 특히 VIP 고객을 사전 블록으로 확보하지 않아 객실 운영의 제약도 덜하다는 것이 장점.

**Q) 쇼핑몰; 홈플러스 폐점 영향**

A. 2012년 20년 장기임대 계약. 당시 임대료선납으로 선수금 300억 수취. 24년 기준 58억. 현재 약 30억원 수준으로 조정하고 잔여 약 28억원은 현금 정산하는 방식으로 29년까지 계약 유지 예정. 철수 시 대형 프랜차이즈로 재임차는 수월할 것으로 봄.

**Q) 기타; 주주환원 계획(자사주소각/배당)**

A. 잔여 자사주 약 120만주는 전량 소각 예정. 배당은 주당 100원 유지. 본격적인 배당 확대는 주요 개발 프로젝트 종료 이후(2030년). 리츠가 약 5% 배당수익률을 제공하는 만큼 중장기적으로 모회사 역시 유사 수준의 환원을 지향한다는 입장.

**Q) 기타; 비용 특이사항**

A. 조달금리 최근 4% 후반대까지 안정. 재산세 및 종합부동산세는 2분기(6월)에 집중 반영. 지난해 호텔 재산세는 약 22억원, 전체 세금 부담은 약 50억원. 4분기에 성과급이 반영되나 규모는 크지 않음.

# 리스크

## 부동산 경기 및 정책 리스크

용적률 규제 변경, 재건축·재개발 관련 제도 변경 등 정책 변화는 개발 사업성에 직접적 영향을 미친다. 특히 신정동 도첨물류단지는 서울 도심 개발로 정치·행정적 변수의 영향을 받는 영역으로, 인허가 일정 지연 가능성에 유의할 필요가 있다.

향후 주택 거래량 둔화 또는 미분양 증가가 발생할 경우 수익성 훼손 요인으로 작용할 수 있다. 나진상가는 하이엔드 오피스텔로 경기 둔화 국면에서는 고가 주거상품이 먼저 위축될 가능성이 있어 가격 탄력성이 상대적으로 클 수 있다.

투자부동산을 매년 감정평가를 통해 재평가하고 있으며, 2023년 신정동 승인 이후 평가이익이 크게 반영된 바 있다. 보유 자산은 정기적인 감정평가에 의해 장부가가 반영되는 구조로, 부동산 가격 하락 시 평가이익 축소 또는 손실 인식 가능성이 있다.

## PF·금융 환경 리스크

PF 대출 심사 강화, 자기자본 비율 요구 확대, 브릿지론 조달 비용 상승 등의 환경이 지속될 경우 프로젝트 추진 속도에 영향을 줄 수 있다. 또한 추가적인 자재비·인건비 상승이 발생할 경우 예상 수익률이 압박받을 가능성도 있다. 대규모 개발사업 진행 과정에서 자금조달을 위해 CB, BW 등 메자닌 발행시 주주가치 희석이 나타날 수 있다.

## 인바운드 모멘텀 둔화 리스크

호텔 실적은 외국인 인바운드 및 기업 MICE 수요에 높은 민감도를 보인다. 글로벌 경기 둔화, 지정학적 리스크, 중국 단체 관광 회복 지연 등이 발생할 경우 OCC 및 ADR 상승세가 둔화될 가능성이 있다. 외교 갈등시 업황에 직접적인 충격을 줄 수 있으며 고정비 비중이 높은 호텔 사업 특성상 매출 감소 시 이익 변동성 확대가 발생할 수 있다.

## 서부T&D (006730)

### 예상 포괄손익계산서 (요약)

| (십억원) | 2021 | 2022 | 2023 | 2024 |
|---|---|---|---|---|
| **매출액** | **90** | **129** | **162** | **177** |
| **매출원가** | **67** | **88** | **98** | **104** |
| **매출총이익** | **23** | **41** | **64** | **73** |
| **판매비와관리비** | **23** | **30** | **36** | **38** |
| **조정영업이익** | **0** | **10** | **28** | **35** |
| **영업이익** | **0** | **10** | **28** | **35** |
| **비영업손익** | **7** | **10** | **117** | **5** |
| 금융손익 | -28 | -28 | -35 | -36 |
| 관계기업등 투자손익 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 세전계속사업손익 | 7 | 20 | 145 | 40 |
| 계속사업법인세비용 | -3 | 5 | 34 | -9 |
| 계속사업이익 | 10 | 15 | 111 | 49 |
| 중단사업이익 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| **당기순이익** | **10** | **15** | **111** | **49** |
| 지배주주 | 10 | 15 | 111 | 49 |
| 비지배주주 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| **총포괄이익** | **-10** | **15** | **154** | **145** |
| 지배주주 | -10 | 15 | 154 | 145 |
| 비지배주주 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| EBITDA | 16 | 33 | 50 | 59 |
| FCF | -2 | 22 | 38 | 56 |
| EBITDA 마진율 (%) | 17.8 | 25.6 | 30.9 | 33.3 |
| 영업이익률 (%) | 0.0 | 7.8 | 17.3 | 19.8 |
| 지배주주귀속 순이익률 (%) | 11.1 | 11.6 | 68.5 | 27.7 |

### 예상 재무상태표 (요약)

| (십억원) | 2021 | 2022 | 2023 | 2024 |
|---|---|---|---|---|
| **유동자산** | **167** | **102** | **103** | **83** |
| 현금 및 현금성자산 | 17 | 20 | 25 | 56 |
| 매출채권 및 기타채권 | 6 | 11 | 9 | 9 |
| 재고자산 | 1 | 1 | 1 | 1 |
| 기타유동자산 | 143 | 70 | 68 | 17 |
| **비유동자산** | **1,582** | **1,633** | **1,831** | **2,014** |
| 관계기업투자등 | 140 | 140 | 140 | 145 |
| 유형자산 | 647 | 637 | 599 | 735 |
| 무형자산 | 1 | 0 | 0 | 0 |
| **자산총계** | **1,750** | **1,735** | **1,934** | **2,097** |
| **유동부채** | **318** | **608** | **359** | **445** |
| 매입채무 및 기타채무 | 72 | 78 | 74 | 142 |
| 단기금융부채 | 192 | 482 | 232 | 242 |
| 기타유동부채 | 54 | 48 | 53 | 61 |
| **비유동부채** | **797** | **480** | **783** | **717** |
| 장기금융부채 | 536 | 211 | 466 | 446 |
| 기타비유동부채 | 261 | 269 | 317 | 271 |
| **부채총계** | **1,115** | **1,088** | **1,142** | **1,162** |
| **지배주주지분** | **635** | **647** | **792** | **934** |
| 자본금 | 30 | 30 | 31 | 34 |
| 자본잉여금 | 136 | 136 | 136 | 71 |
| 이익잉여금 | 414 | 425 | 532 | 629 |
| **비지배주주지분** | **0** | **0** | **0** | **0** |
| **자본총계** | **635** | **647** | **792** | **934** |

### 예상 현금흐름표 (요약)

| (십억원) | 2021 | 2022 | 2023 | 2024 |
|---|---|---|---|---|
| **영업활동으로 인한 현금흐름** | **3** | **30** | **49** | **59** |
| 당기순이익 | 10 | 15 | 111 | 49 |
| 비현금수익비용가감 | 8 | 21 | -61 | 12 |
| 유형자산감가상각비 | 16 | 22 | 23 | 23 |
| 무형자산상각비 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 기타 | -8 | -1 | -84 | -11 |
| 영업활동으로인한자산및부채의변동 | -13 | -3 | -2 | -2 |
| 매출채권 및 기타채권의 감소(증가) | 0 | -2 | 2 | 1 |
| 재고자산 감소(증가) | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 매입채무 및 기타채무의 증가(감소) | 0 | 5 | -3 | 1 |
| 법인세납부 | -2 | -4 | 0 | 0 |
| **투자활동으로 인한 현금흐름** | **138** | **30** | **3** | **26** |
| 유형자산처분(취득) | 150 | -7 | -11 | -3 |
| 무형자산감소(증가) | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 장단기금융자산의 감소(증가) | -10 | 29 | 1 | 49 |
| 기타투자활동 | -2 | 8 | 13 | -20 |
| **재무활동으로 인한 현금흐름** | **-134** | **-56** | **-47** | **-54** |
| 장단기금융부채의 증가(감소) | -23 | -35 | 4 | -9 |
| 자본의 증가(감소) | 1 | 1 | 1 | -62 |
| 배당금의 지급 | -3 | -3 | -3 | -3 |
| 기타재무활동 | -109 | -19 | -49 | 20 |
| **현금의 증가** | **7** | **4** | **4** | **31** |
| 기초현금 | 9 | 17 | 20 | 25 |
| 기말현금 | 17 | 20 | 25 | 56 |

### 예상 주당가치 및 valuation (요약)

| | 2021 | 2022 | 2023 | 2024 |
|---|---|---|---|---|
| P/E (x) | 54.5 | 32.4 | 4.4 | 7.4 |
| P/CF (x) | 30.1 | 13.3 | 9.7 | 5.9 |
| P/B (x) | 0.8 | 0.7 | 0.6 | 0.4 |
| EV/EBITDA (x) | 66.9 | 32.2 | 20.8 | 16.7 |
| EPS (원) | 147 | 218 | 1,645 | 733 |
| CFPS (원) | 266 | 532 | 740 | 914 |
| BPS (원) | 9,674 | 9,850 | 12,087 | 14,343 |
| DPS (원) | 50 | 50 | 50 | 100 |
| 배당성향 (%) | 28.8 | 19.8 | 2.6 | 13.2 |
| 배당수익률 (%) | 0.6 | 0.7 | 0.7 | 1.8 |
| 매출액증가율 (%) | 7.2 | 43.1 | 25.4 | 9.3 |
| EBITDA증가율 (%) | 27.9 | 103.1 | 51.1 | 16.2 |
| 조정영업이익증가율 (%) | 적지 | 흑전 | 164.0 | 27.8 |
| EPS증가율 (%) | 흑전 | 48.5 | 653.4 | -55.5 |
| 매출채권 회전율 (회) | 18.3 | 18.5 | 19.3 | 20.8 |
| 재고자산 회전율 (회) | 167.3 | 168.9 | 161.9 | 148.7 |
| 매입채무 회전율 (회) | 36.1 | 29.6 | 30.5 | 36.8 |
| ROA (%) | 0.6 | 0.8 | 6.0 | 2.4 |
| ROE (%) | 1.5 | 2.3 | 15.4 | 5.7 |
| ROIC (%) | -0.1 | 1.3 | 3.7 | 7.5 |
| 부채비율 (%) | 175.7 | 168.3 | 144.1 | 124.4 |
| 유동비율 (%) | 52.7 | 16.8 | 28.7 | 18.6 |
| 순차입금/자기자본 (%) | 89.6 | 93.7 | 76.6 | 66.1 |
| 조정영업이익/금융비용 (x) | 0.0 | 0.3 | 0.7 | 0.9 |

자료: 서부T&D, 미래에셋증권 리서치센터

## Compliance Notice

- 당사는 자료 작성일 현재 해당 회사와 관련하여 특별한 이해관계가 없음을 확인합니다.
- 당사는 본 자료를 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 본 자료에서 매매를 권유한 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 본 자료는 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었음을 확인합니다.

본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 종목 선택이나 투자시기에 대한 최종 결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 조사분석자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 허락 없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.