

유통/레저 (Positive)

無VISA, 누비자

유통/외류 이진협

jinyeob.lee@hanwha.com
3772-7638

엔터/레저/운송 박수영

suyoung.park.0202@hanwha.com
3772-7634



| Contents |

I. 핵심 요약.....	03
II. 주요 지표.....	04
III. 중국인 단체 관광객 무비자 임박.....	08
1. 중국인 단체 관광객이 기대만큼 회복 되지 못했던 이유.....	08
2. 중국인 단체 관광객 무비자는 인바운드 모멘텀 확대로 연결.....	15
IV. 단체 관광 무비자의 디테일.....	17
1. 무비자 정책에 에어텔 포함 시, 인바운드 업체 대부분 수혜.....	18
2. 에어텔 미포함 시, 수혜업체들은 제한적일 수 있어.....	36
V. 투자전략.....	43
VI. 기업분석.....	45
1. 롯데쇼핑 (023530).....	46
2. 호텔신라 (008770).....	49
3. 롯데관광개발 (032350).....	52
4. 파라다이스 (034230).....	56
5. GKL (114090).....	61

I. 핵심 요약

무비자 임박, 인바운드
모멘텀 확대 전망
관건은 무비자의 범위

중국인 단체 관광객 무비자 정책이 임박했다. 현 정부의 조직 구성이 완료된 이후 늦어도 9월까지의 구체적인 지침이 발표될 수 있을 것으로 기대된다. 23년 8월 중국의 한국 행 단체 관광 허용에도 기대만큼 단체 관광객이 회복되지 못했는데, 비자 발급 지연과 호텔/항공권의 공급 부족에 기인했던 것으로 추정된다. 현재 항공권은 공급 확대 여력이 충분하며 서울 호텔을 중심으로 쇼티지가 지속되고 있는 것은 사실이나, 인천/경기권 호텔을 활용할 수 있다. 이에 무비자 정책만 시행된다면 중국인 인바운드 모멘텀이 확대될 수 있을 전망이다.

무비자의 범위가 관건이다. 단체 관광객 대상 무비자를 시행하겠다는 것인데, 단체 관광 상품이 우리가 일반적으로 생각하는 가이드 포함 단체 관광 상품을 이야기하는 것인지, 에어텔(항공권+호텔) 상품까지도 포함하는 지가 불분명하다.

에어텔까지 포함될 경우, 인바운드 증가가 전반적으로 나타날 것으로 전망한다. 비자 발급의 번거로움을 회피할 수 있어 FIT 관광객의 에어텔 수요가 확대될 수 있을 것으로 전망되기 때문이다. 비용적 측면에서도 에어텔이 유리하다. 비자를 요구하는 경쟁국에 비해 한국 여행 수요 선호도도 높아질 수 있겠다. 이에 따라 인바운드 업체 대부분의 수혜가 전망된다. 카지노와 백화점 등에 주목한다.

가이드 포함 단체 관광 상품에 대해서만 무비자가 적용될 경우, 수혜 업종은 제한적일 것이다. 단체 관광객의 자유도가 낮기 때문이다. 여행 일정 내에 포함되어 있는 면세점이 우선 수혜를 볼 수 있겠다. 백화점은 차별화가 전망되는 데, 면세점을 끼고 있는 메인 점포 비중이 높은 롯데쇼핑의 수혜 강도가 상대적으로 높겠다.

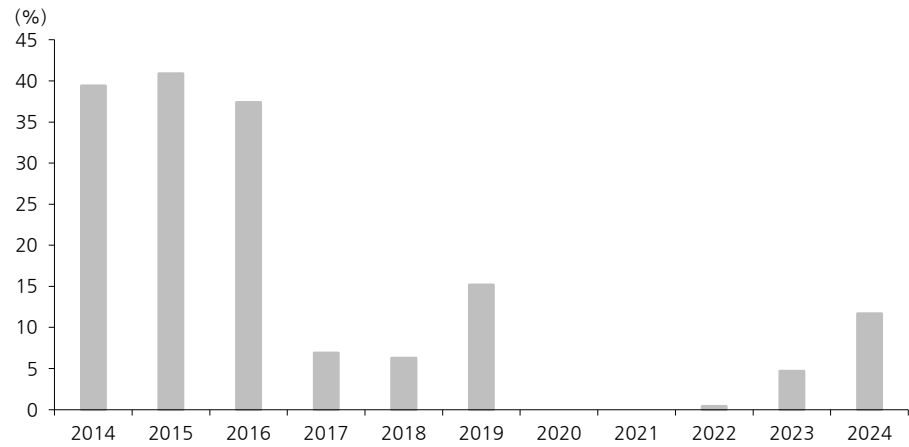
우선 롯데쇼핑, 호텔신라
선호,
에어텔로의 범위 확대 시
전방위적 비중 확대 유효
카지노 롯데관광개발
최선호주로 제시하며 나머지
2사도 바스켓 매수 추천

무비자 범위에 대해 선불리 예상하기 어렵기에 우선적으로는 롯데쇼핑과 면세점을 중심으로 비중 확대를 추천한다. 롯데쇼핑은 무비자 수혜 외에도 대형마트 구조조정, 해외 사업 확장 등이 투자포인트이다. 당사 유통업종 최선호주이다. 아직은 조심스러운 구간이지만 면세점 내에서는 호텔신라를 선호한다. 무비자 범위에 따라 백화점의 차별화 가능성이 있기에 면세점 비중이 높은 업체가 선호되는 구간이다. 호텔 사업에 대한 가치 상승도 기대된다.

에어텔까지 범위가 확대될 경우, 인바운드 관련주에 대해서 전방위적 비중 확대가 유효 하겠다. 카지노는 지속해서 롯데관광개발을 최선호주로 제시한다. 이미 무비자 입국이 가능한 제주도의 지역적 위치를 활용, Q 확장을 통한 실적 레버리지 효과를 보여주는 구간의 초입에 있는 회사다. 중국인 관광객 무비자 입국 지역 불문 본격화시 Q 확대 속도는 더욱 가팔라질 것으로 보인다. 그 외 수도권 주력 업장을 보유한 파라다이스, GKL에 대해서도 바스켓 매수 대응이 유효하다. 최근 마카오 분위기로 미루어 보건데, 무비자 관광 입국 확대시 중국인 VIP/Premium Mass/Mass를 모두 아우르는 강한 방문/드롭액 성장이 예상된다.

II. 주요 도표

[그림1] 중국인 관광객 중 단체관광객 비중 추이



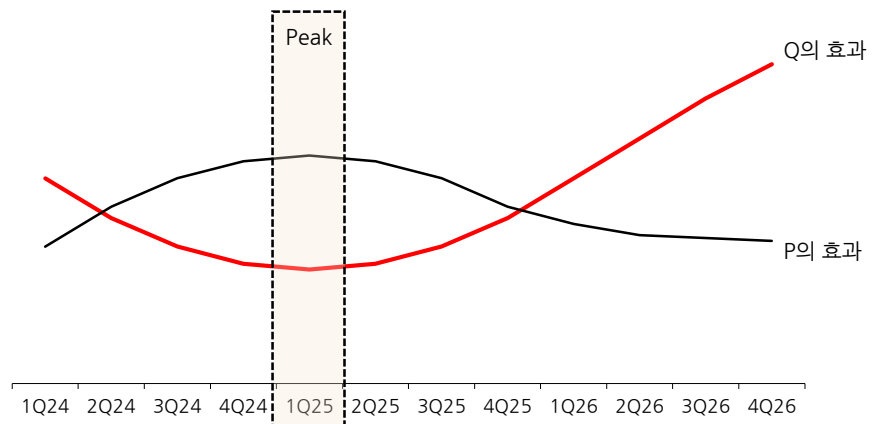
자료: 문화체육관광부, 한화투자증권 리서치센터

[표1] 단체관광 VS 에어텔

	단체 관광	에어텔
포함 상품	항공, 숙박, 식사, 관광 등	항공, 숙박
규모	대규모	소규모
일정	여행 스케줄에 따라 움직임	주로 자유 일정
가이드	포함	불포함
쇼핑 일정	포함	불포함
불법 체류자 리스크	낮음	상대적으로 높음

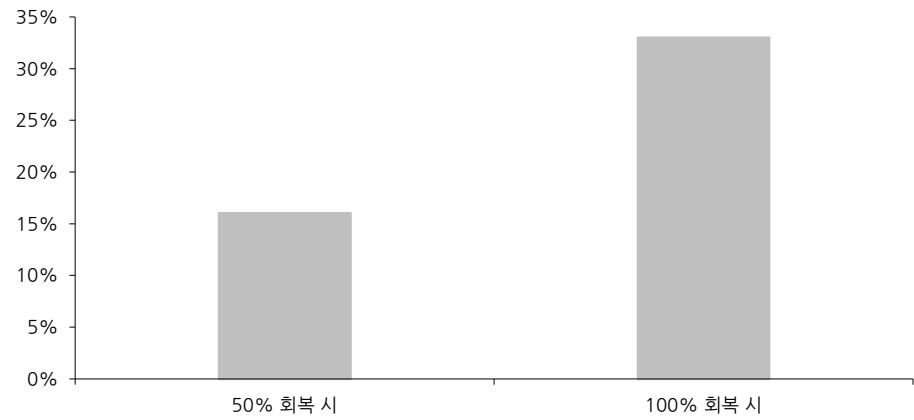
자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림2] 백화점의 외국인 인바운드 P와 Q의 효과



자료: 한화투자증권 리서치센터

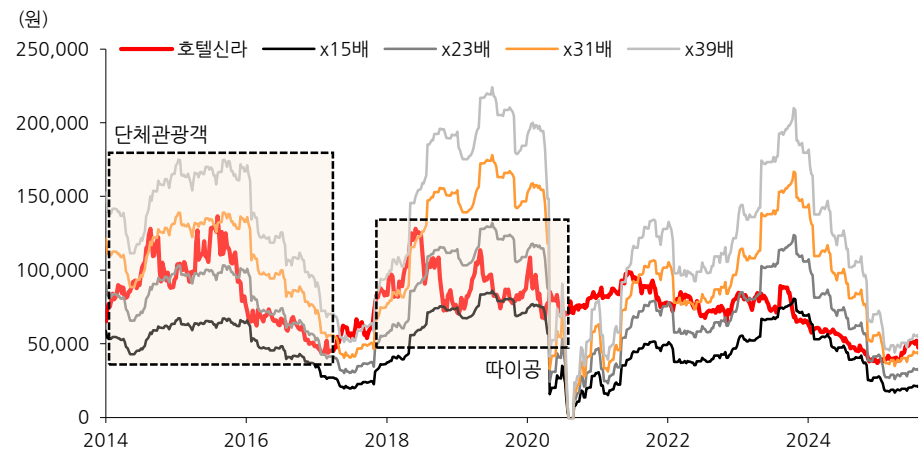
[그림3] 단체 관광객에 따른 면세점 산업 성장 효과 시나리오



주: 물가/환율 상승 효과 배제

자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림4] 호텔신라 P/E Band



자료: Quantwise, 한화투자증권 리서치센터

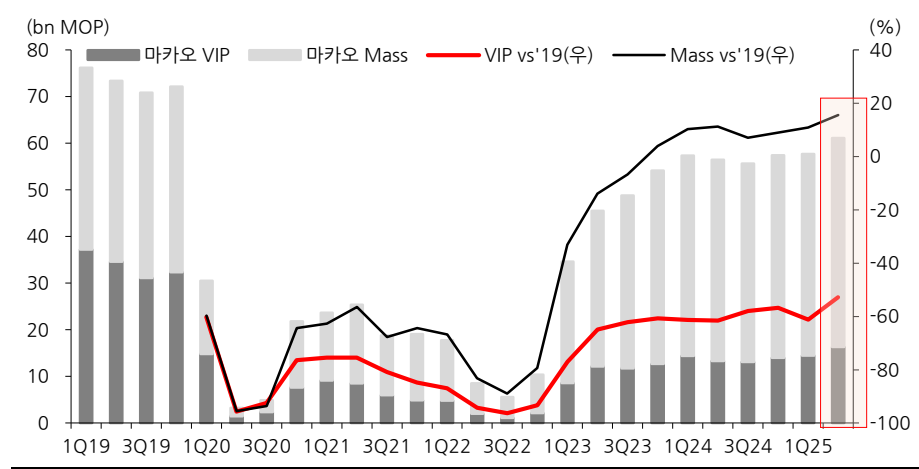
[표2] 백화점 매출 순위와 면세점 현황

순위	점포	매출(억 원)	면세점 유무
1	신세계 강남점	32,325	X
2	롯데 잠실점	30,471	O
3	신세계 센텀시티점	20,619	X
4	롯데 본점	20,534	O
5	현대 판교점	17,314	X
6	신세계 대구점	15,460	X
7	현대 무역센터점	12,665	X
8	현대 본점	12,016	X
9	더현대 서울	11,994	X
10	신세계 본점	11,921	O
11	롯데 부산 본점	11,847	O
12	갤러리아 명품관	11,725	X

주: 2024년 기준

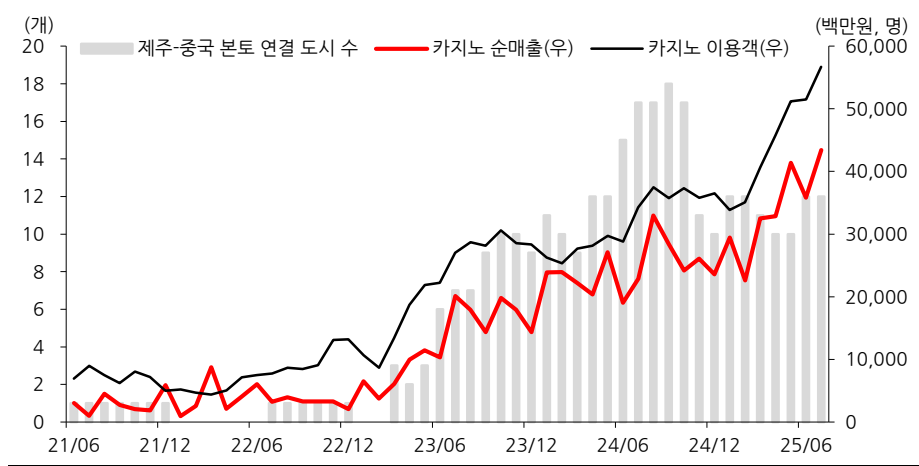
자료: 언론자료, 한화투자증권 리서치센터

[그림5] 마카오 카지노 분기별 GGR 추이 및 '19년 대비 회복률



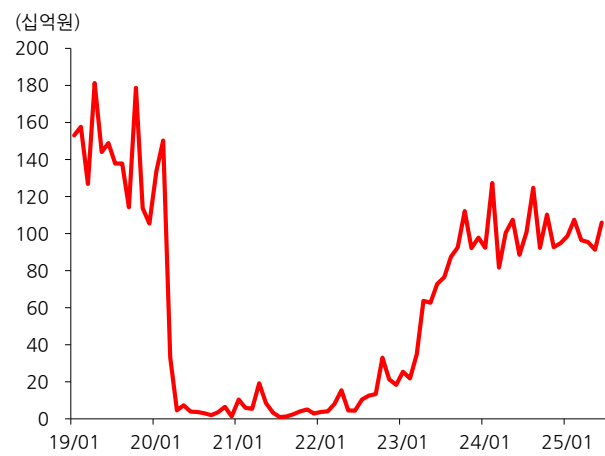
자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

[그림6] 중국 본토 항공편 연결 도시 수와 LDT 카지노 순매출액 및 이용객 월별 추이



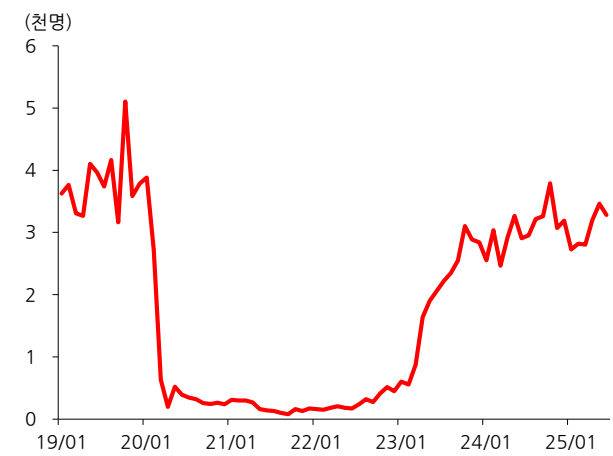
자료: Airportal, 롯데관광개발, 한화투자증권 리서치센터

[그림7] 파라다이스 중국인 VIP 전체 드롭액



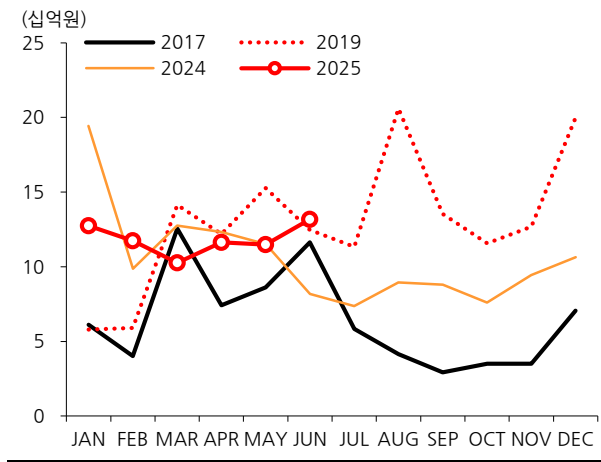
자료: 파라다이스, 한화투자증권 리서치센터

[그림8] 파라다이스 중국인 VIP 방문 지표

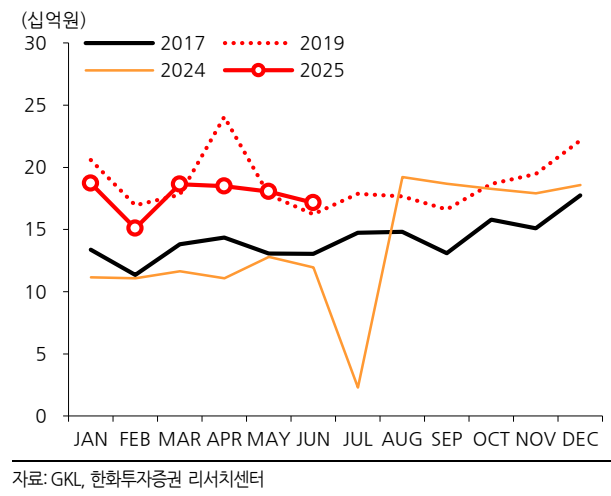


자료: 파라다이스, 한화투자증권 리서치센터

[그림9] 드래곤시티 중국인 VIP 드롭액



[그림10] 드래곤시티 중국인 PR Mass 드롭액



Ⅲ. 중국인 단체 관광객 무비자 임박

늦어도 9월까지
무비자 지침 발표 전망

정부가 중국인 단체 관광객 대상 무비자 정책을 8월부터 시행할 것이라는 발표가 있었고 한시적 조치를 상시화 한다는 언론 기사가 나오기도 하였으나, 아직까지 구체적인 지침이 발표되지 않았다. 3분기 중 시행될 것으로 예상되나 현재 이재명 정부가 정부 조직을 구성하는 상황에서 지연되고 있는 것으로 판단된다. 비자 관련 주무부처는 법무부와 문체부이다. 7월 중 법무부는 정성호 장관이 취임되었으나, 문체부는 지난 7월 31일이 되어서야 신임 최휘영 장관이 취임하였다. 10월 중 경주에서 APEC이 개최될 예정이며, 중국 시진핑 주석의 방한이 거론되고 있는 상황이다. 최근 정부 조직이 완료되었고, APEC 일정을 고려 시, 늦어도 9월까지의 중국인 단체 관광객 대상 무비자 지침이 구체적으로 발표될 수 있을 것으로 기대한다.

1. 중국인 단체 관광객이 기대만큼 회복 되지 못했던 이유

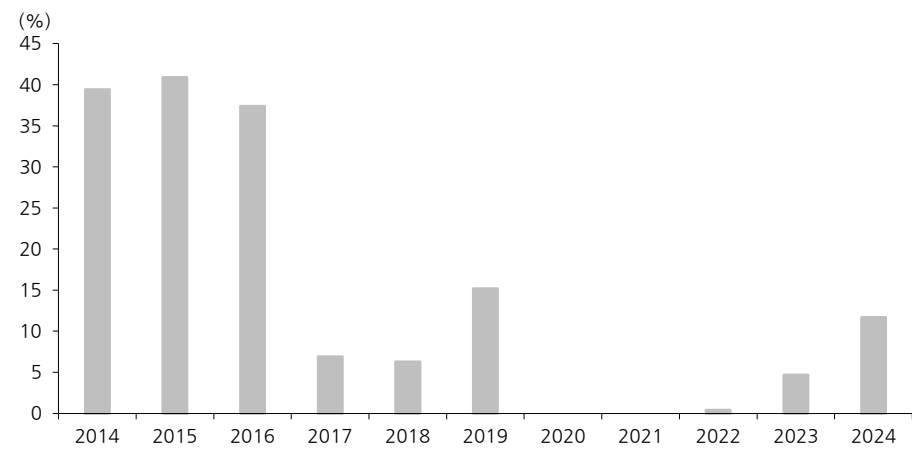
>> 비자 발급 지연과 호텔 & 항공권의 공급 부족

기대에 미치지 못했던 단체
관광객 회복

중국 정부는 23년 8월부터 자국민에 대한 한국행 단체관광을 전면 허용했다. 사드 사태 이후, 중국인의 단체관광이 6년 5개월 만에 허용된 것으로 인바운드 관련 기업들에 대한 기대감이 커졌다. 하지만 기대감은 이내 실망감으로 돌아왔다. 단체 관광객의 회복이 시장의 기대에 크게 미치지 못했기 때문이다. 24년 기준 중국인 관광객 중 단체 관광객의 비중은 11.7%로 14년 ~ 16년 평균 39.2%를 크게 하회하였을 뿐 아니라 19년 15.2% 대비로도 하회하는 모습이었다.

단체 관광객의 회복이 더뎠던 이유로 거론되는 주된 3가지 요인은 1)현지에서의 비자발급 업무 지연 2)호텔 쇼터지 3)항공권 쇼터지 등이다.

[그림11] 중국인 관광객 중 단체관광객 비중 추이



자료: 문화체육관광부, 한화투자증권 리서치센터

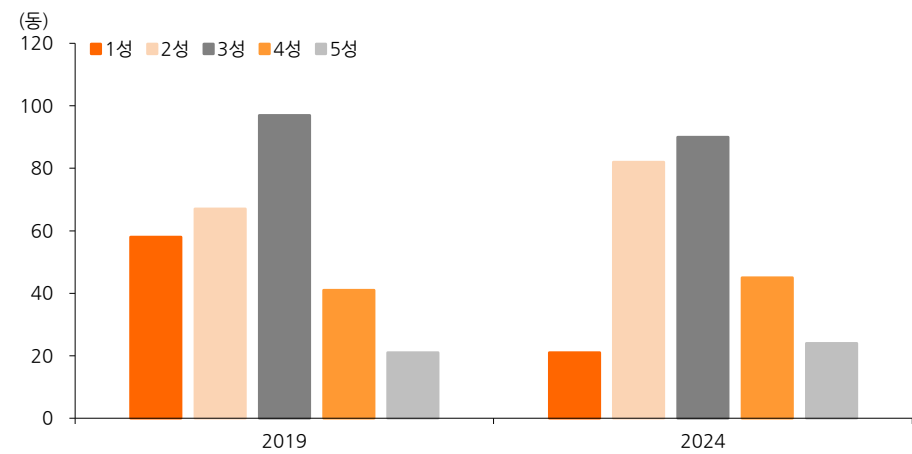
>> 호텔 쇼티지, 지속되겠지만 해결 방법은 있어

서울 호텔 공급부족

최근 화두가 되고 있는 것이 호텔의 공급 부족이다. 특히 서울의 3~4성급 비즈니스 호텔의 공급 부족 문제가 대두되고 있다. 코로나19 기간을 지나면서 내국인들의 호캉스 수요가 확대되며, 4~5성급 호텔은 예상치 못한 호황을 누렸지만 외국인 관광객의 수요에 의존했던 서울 지역의 3성급 호텔의 공급은 폐점 및 오피스 전환 등으로 인해 감소하게 되었다.

공급이 감소한 상황에서 리오프닝이 진행되었고, 3~4성급 호텔에 대한 선호도가 높은 외국인 인바운드 수요가 빠르게 증가하면서 공급이 감당하기 어려운 상황이 된 것이다. 4성급 호텔의 공급은 코로나19 이전 대비 늘어났지만, 내국인의 4성급 이상 호텔에 대한 수요도 계속 유지되는 와중에 외국인 수요가 증가하면서 공급 부족을 겪고 있는 상황이다. 기존 모텔 등 일반 숙박시설에 대한 내국인 수요가 코로나19를 지나오면서 눈높이가 높아져 4성급 이상의 호텔로 전환된 영향이다.

[그림12] 서울 호텔 성급별 공급 변화



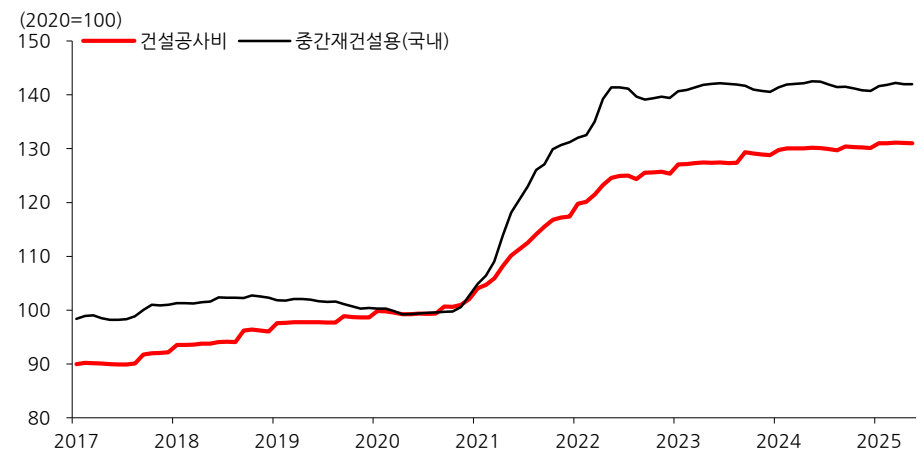
자료: 알스퀘어, 한화투자증권 리서치센터

3~4성급 호텔 공급 확대에는 구조적으로 어려움이 있어

수요는 증가하는 가운데, 공급이 늘어나기는 어려운 실정이다. 우선 부동산 경기가 좋지 못함과 동시에 코로나19 이전과 비교할 때 공사비가 급증한 상황이다. 이 때문에 부동산 디벨로퍼 입장에서 호텔 개발을 검토함에 있어서 아무래도 5성급 럭셔리 호텔을 우선적으로 고려할 수 밖에 없다. 5성급 호텔의 RevPar(객실당 매출액)가 3~4성급 호텔 대비 높고, 연회 등 식음 매출 규모가 크기에 한정된 공간 내에서 창출할 수 있는 기대 매출/수익이 높을 수 있기 때문이다. 실제 2030년까지 서울 내 개관 예정인 럭셔리 호텔의 객실 수는 2,800실 이상으로 전망되나, 중저가 비즈니스 호텔에 대한 신규 공급은 제한적인 것으로 보인다.

따라서 서울 시내의 3~4성급 비즈니스호텔에 대한 공급 부족은 상당부분 지속될 것이며, ADR의 상승세는 지속될 수 밖에 없을 것이다. 5성급 호텔 중심으로 공급이 늘어나기는 하나, 아만호텔(자누), 리츠칼튼 등 초럭셔리 호텔의 입성이 예정되어 있기에 럭셔리 경쟁으로 ADR 상승이 불가피할 것이다.

[그림13] 건설 공사비 지수 추이



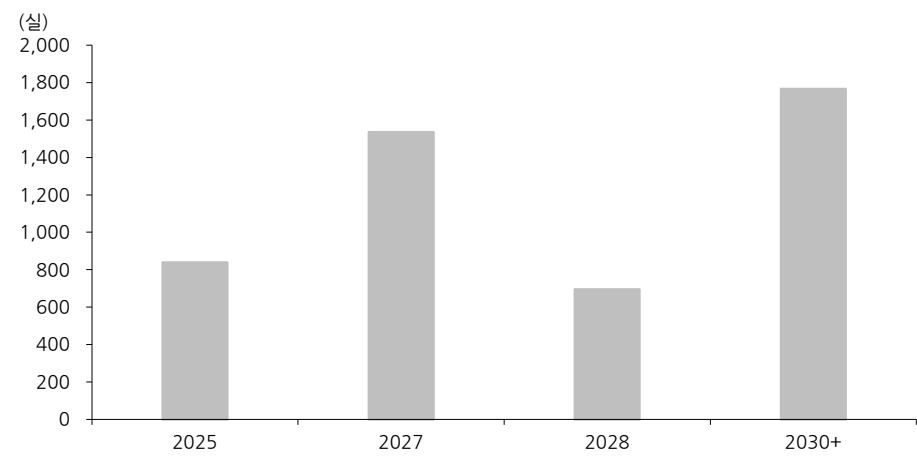
자료: 통계청, 한화투자증권 리서치센터

[표3] 서울 호텔 공급 사례(주요 공급 예정 사례)

호텔명	공급시점(예정)	위치	객실 수	추정 호텔 면적(평)
엠베서더 풀만 구의(자양 1 재정비촉진지구)	2025	광진구 자양동	282	11,127
L7 청량리 바이 롯데	2025	동대문구 전농동	260	6,802
로즈우드 호텔 서울	2027	용산구 이태원동	250	26,785
더리버사이드호텔 재개발	2028	서초구 잠원동	미정	17,346
르메르디앙호텔 재개발 부지 숙박시설(봉은사로 120 개발사업)	2028	강남구 역삼동	65	5,379
만다린 오리엔탈(서울역 북부역세권)	2029	중구 봉래동 2가	108	10,721
자누 서울 (구 호텔프리마)	2030	강남구 청담동	미정	6,178
리츠 칼튼(밀레니엄힐튼호텔 재개발 부지 숙박시설)	2031	중구 남대문로 5가	220	17,669
HGBC 호텔(현대차그룹 글로벌비즈니스센터)	미정	강남구 삼성동	265	미정
더케이호텔서울 재개발	미정	서초구 양재동	미정	미정

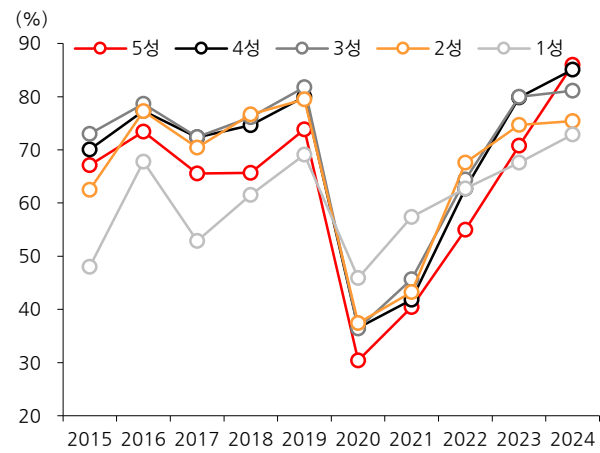
자료: 젠스타메이트 리서치센터, 한화투자증권 리서치센터

[그림14] 연도별 서울 내 개관 예정 럭셔리 호텔



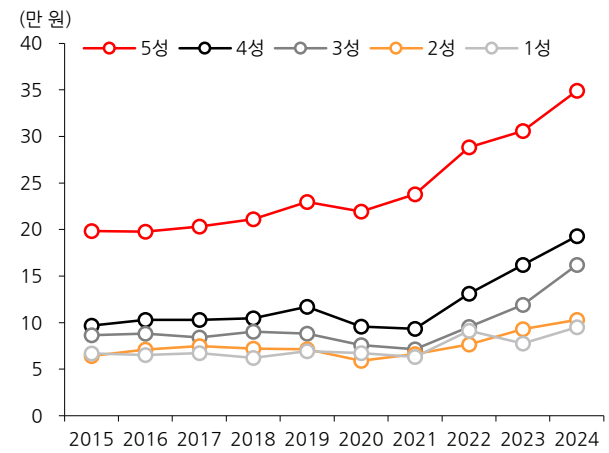
자료: JLL, 한화투자증권 리서치센터

[그림15] 서울 호텔 객실 가동률 추이



자료: 한국호텔업협회, 스타일로프트, 젠스타메이트, 한화투자증권 리서치센터

[그림16] 서울 호텔 객실 평균 단가(ADR) 추이



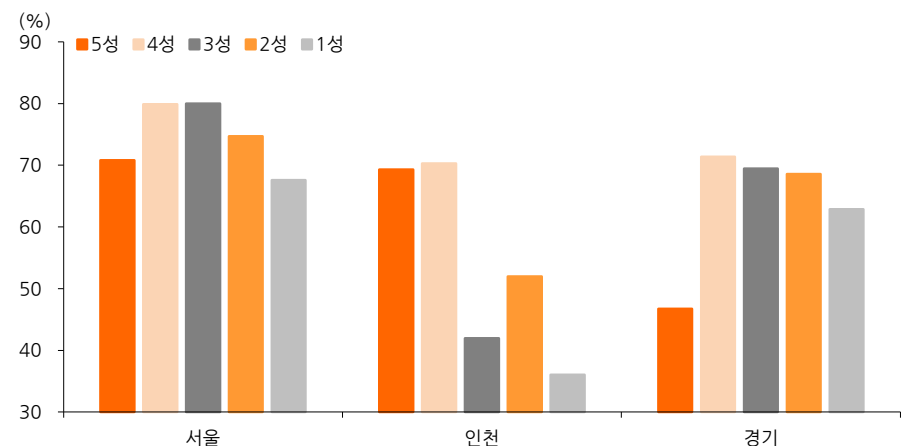
자료: 한국호텔업협회, 스타일로프트, 젠스타메이트, 한화투자증권 리서치센터

경기/인천권 호텔을 활용하는 대응 방안은 존재

호텔의 공급 부족은 인바운드 확대의 제약 요건이 되고 있다. 특히 단체 관광객을 위한 호텔 하드블록 물량을 확보해야하는 여행사 입장에서는 상당히 까다로운 상황이다. 서울 중심의 호텔들은 이미 풀개파인 상황이다. 특히 동대문의 3~4성급 호텔의 OCC는 90%를 넘어서고 있는 것으로 파악된다. 호텔 입장에서는 이미 풀개파로 돌아가는 상황에서 굳이 상대적으로 단가가 낮은 여행사의 하드블록 물량에 대응할 필요가 없다.

그럼에도 서울 호텔 쇼티지에 대응할 방법은 있다. 경기/인천권의 호텔을 활용하는 것이다. 지난 16년 단체관광객을 중심으로 인바운드 관광객이 폭발적으로 증가할 당시, 여행사들이 천안의 호텔을 활용하였다는 후문들을 다수 들을 수 있었다. 면적이 큰 나라에 살고 있는 중국인 입장에서 2시간 이상의 이동거리가 그다지 길다고 느끼지 않기 때문이다. 23년 데이터를 기준으로 경기/인천의 호텔 OCC는 서울에 비해 상대적으로 여유가 있는 것을 확인할 수 있으며, 씨트립에 올라온 한국행 단체 관광 상품은 실제 경기/인천권의 호텔을 활용하고 있었다. 후술할 무비자에 따른 크루즈 취항지 다변화도 호텔 공급부족의 제약에서 벗어날 수 있는 방안이 되겠다.

[그림17] 23년 기준 성급별 서울/인천/경기 호텔 OCC 비교



자료: 한국호텔업협회, 한화투자증권 리서치센터

[그림18] 중국 씨트립 한국 단체 관광 상품 활용 호텔



자료: 씨트립, 한화투자증권 리서치센터

>> 항공권은 공급 확대 여력 충분

팬데믹 이후 항공 여객 시장
수요/공급 불균형 발생

약 3년의 팬데믹 구간을 지나며 글로벌 항공 여객 수요는 급증했다. 다만 급증한 수요 대비 공급은 다소 부족한 시기가 있었는데, 팬데믹 기간 항공사들의 기단 축소 및 항공기 공급망 붕괴 등으로 인한 신규 항공기 인도 지연 등 탓이었다. 여전히 신규 항공기 인도 속도는 코로나 이전 대비 느린 상황이나 포스트 팬데믹 초기의 심각했던 항공 여객 시장의 수요 공급 불균형은 다소 완화됐다.

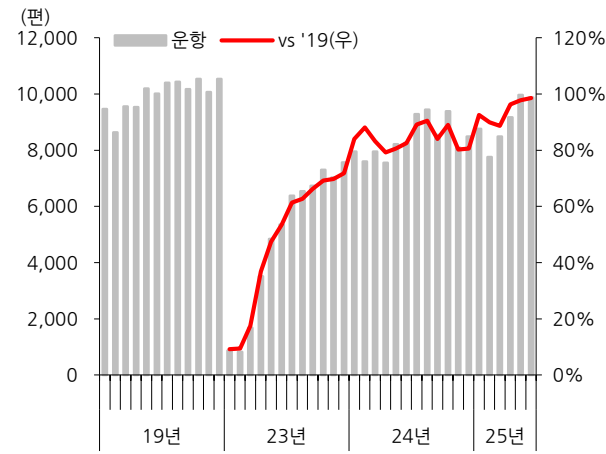
국내 항공 여객 단거리 시장:
일본>중국

항공 여객 시장을 우리나라로 좁혀서 보면, 중국 노선이 전체 노선 가운데 회복이 가장 느렸다. 특히 같은 단거리 시장에서 일본 노선은 '22년 말부터 수요가 폭발적으로 증가한 것과 크게 대비되는 양상이었다. 때문에 국내 LCC는 중국 대신 일본 위주의 노선 공급을 이어갈 수밖에 없었다. '19년 하반기 노재팬 영향으로 일본 수요/공급이 모두 축소됐던 점을 감안하더라도 최근 수준은 코로나 이전 대비 각각 평균 20%, 10% 이상씩 상회한다. 반면 중국 노선 수요와 공급은 모두 코로나 이전 수준을 여전히 하회한다. 그나마 지난해 11월 중국 정부가 한국인의 중국 무비자 입국을 허용하면서 상해/북경 등으로의 한국인 관광 수요가 회복되며 노선 공급도 회복에 탄력을 받기 시작했다.

중국향 노선
수요 증가 기대에 따라
공급도 확대 전망

다만 향후 우리 국적사뿐만 아니라 중국 항공사들의 한-중 노선 공급은 점진적으로 더 늘어날 수 있을 것으로 보인다. 최근 한국인들의 일본 여행 수요가 다소 주춤하며, 하반기 정부의 중국인 관광객 무비자 입국 허용에 대한 기대감이 올라가고 있다. 일본으로 과집중되어있던 여객 노선 수요가 중국으로 분산될 것으로 기대됨에 따라 공급도 수요에 맞춰 변화를 확인할 수 있을 전망이다. 한편 대부분의 글로벌 항공사들이 팬데믹 기간 보유 기재 규모를 축소한 것과 달리 중국 주요 항공사들의 기단은 코로나를 거치며 오히려 확대된 것으로 확인된다. 때문에 한-중 노선 수요 증가시 공급 확대 여력도 충분할 것으로 보인다.

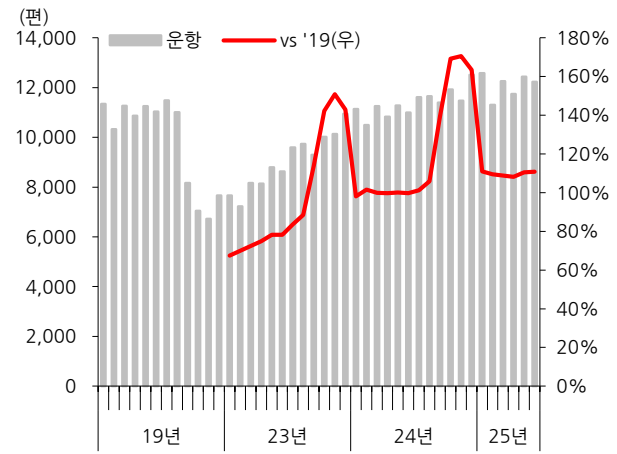
[그림19] 한국 공항 발착 중국 노선 운항 항공편 추이



주: 왕복기준

자료: 에어포탈, 한화투자증권 리서치센터

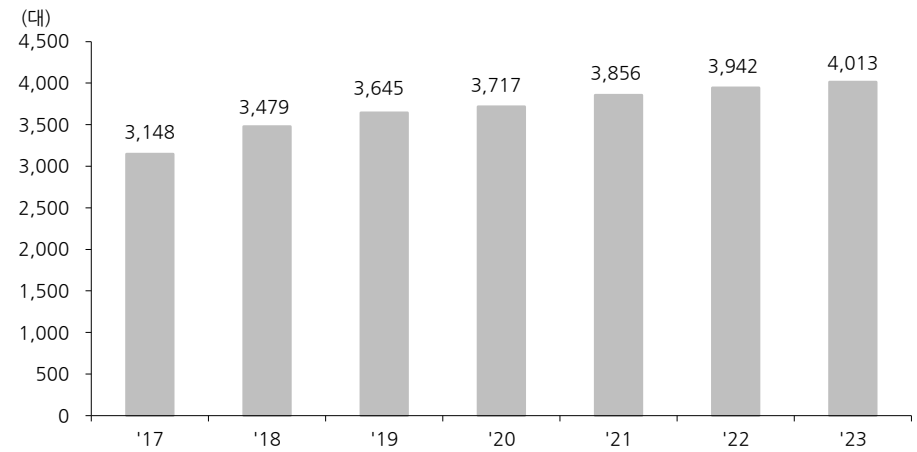
[그림20] 한국 공항 발착 일본 노선 운항 항공편 추이



주: 왕복기준

자료: 에어포탈, 한화투자증권 리서치센터

[그림21] 중국 항공사 보유 기단 추이



주: 여객기 기준

자료: CAAC, 한화투자증권 리서치센터

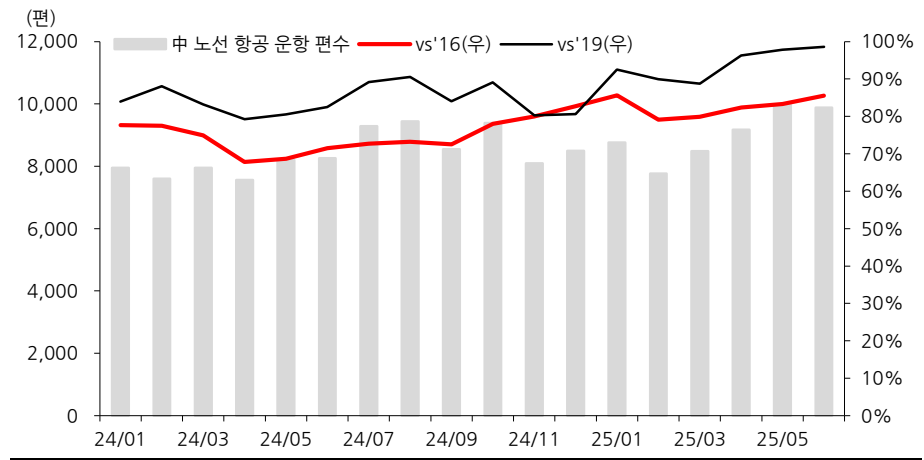
‘16년 사례에서 보듯이
수요에 따른 항공편 공급
탄력성 높음

2016년 한-중 노선 공급 및 이용객은 모두 역대 최고 수준을 기록했다. 당시 연간 왕복 약 14만편의 항공편이 약 2천만명 수준의 승객을 날랐다. 대부분의 항공편이 국내 공항 기준 인천 발착이었는데, 왕복 약 9만편 운항됐다. 주목할 점은 그 가운데 약 2%에 해당하는 17백여편이 부정기편이었다는 점이다. 부정기편은 주로 전세기나 성수기 시즌 스팟성 추가 편성 등으로 이뤄지는데 수요가 몰리면 공급은 충분히 탄력적으로 운영될 수 있음을 확인할 수 있다. 참고로 올해 상반기 한-중 노선 공급은 운항편 기준 왕복 5만여편, 그 가운데 인천 발착은 약 4만여편, 인천 발착 부정기편은 243편에 불과하다.

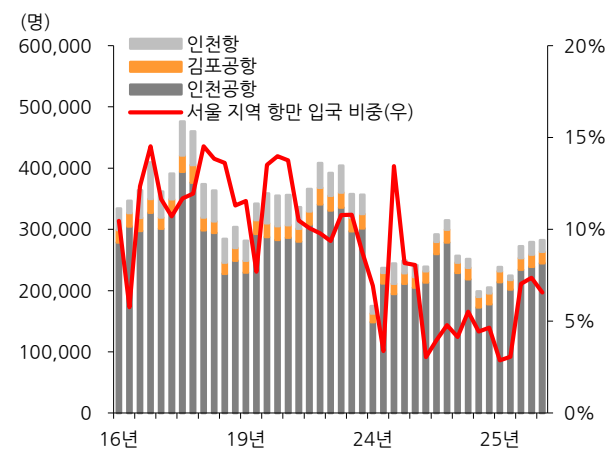
크루즈 입국 방법도 존재

한편 2016년 인천항을 통해 입국한 중국인은 월평균 약 4.4만명 수준으로 서울로 입국(인천공항/김포공항/인천항)하는 중국인의 약 12% 수준이었다. 제주 지역은 항만 입국이 좀 더 활발했는데, 월평균 약 10만명(약 49%)을 기록한 바 있다. 결국 중국인들의 방한에 있어 교통수단 병목은 사실 수요만 올라온다면 손쉽게 해결될 수 있다.

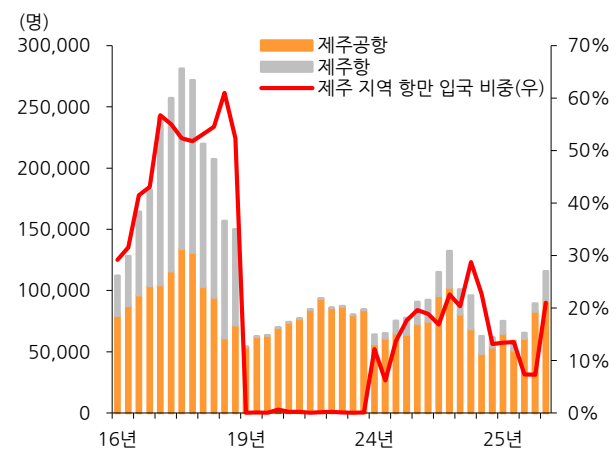
[그림22] 한국 공항 발착 중국 노선 운항 항공편 추이 (팬데믹 이후 '16년 및 '19년과 비교)



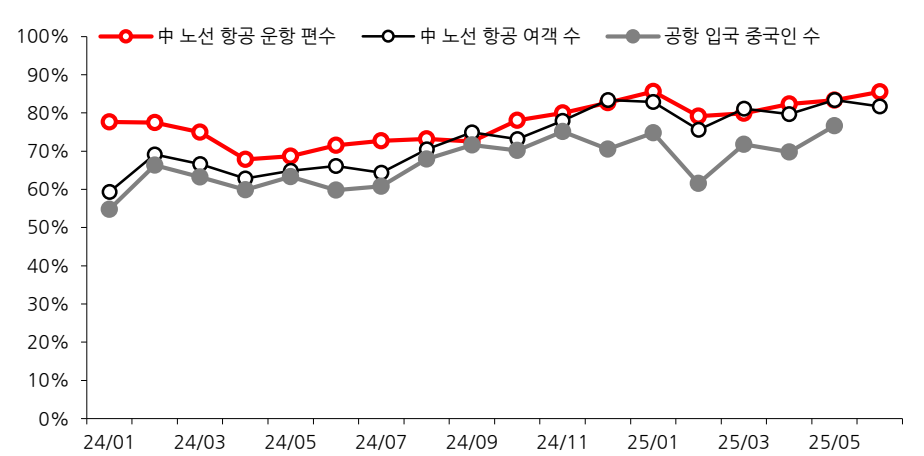
[그림23] 교통 수단별 수도권 입국 중국인 추이



[그림24] 교통 수단별 제주도 입국 중국인 추이



[그림25] 중국 노선 수요 및 공급 '16년 대비 회복 추이



2. 중국인 단체 관광객 무비자는 인바운드 모멘텀 확대로 연결

호텔 공급부족은 해결 방안이 있으며, 항공 노선은 회복 중에 있다. 비자 발급 문제만 해결이 된다면, 단체 관광객 회복 모멘텀은 확대될 수 있을 것으로 보인다.

여행의 심리적/물리적 허들을 낮춰줄 수 있기 때문이다. 비자를 요구하는 타 국가 대비 한국 여행의 선호도 상승도 이끌어 낼 수 있겠다. 무비자와 단체 관광의 시너지로 크루즈 수요의 확대도 기대된다.

>> 일방적 무비자 이후 외국인 관광객이 늘어난 중국

중국 일방적 무비자로
늘어난 인바운드

가장 가까운 대표적 사례가 중국의 우리나라에 대한 일방적 무비자 정책이다. 중국 외교부는 지난해부터 현재까지 우리나라를 포함한 47개국을 대상으로 무비자 입국을 허용하고 있다. 무비자 정책을 통해 중국 여행에 있어 심리적 허들을 낮춘 효과가 나타나고 있으며, 중국의 인바운드 관광객은 크게 늘어난 것으로 파악된다.

1H25 중국의 인바운드 관광객은 +30.2% YoY 성장한 3,805만명을 기록했으며, 무비자로 입국한 외국인 관광객은 1,364만명(+53.9% YoY)으로 비중은 71.2%를 차지했다. 최근 한국인들의 관광 수요가 확장되고 있음이 체감되고 있는 상하이의 경우에는 외국인 인바운드가 1~5월까지 +44.5% YoY 증가한 254만명 기록한 것으로 파악되고 있으며, 한국인 관광객의 수는 35.6만명으로 +138.5% YoY 급증하였다.

>> 무비자와 단체 관광 허용의 시너지 창출 중인 제주도

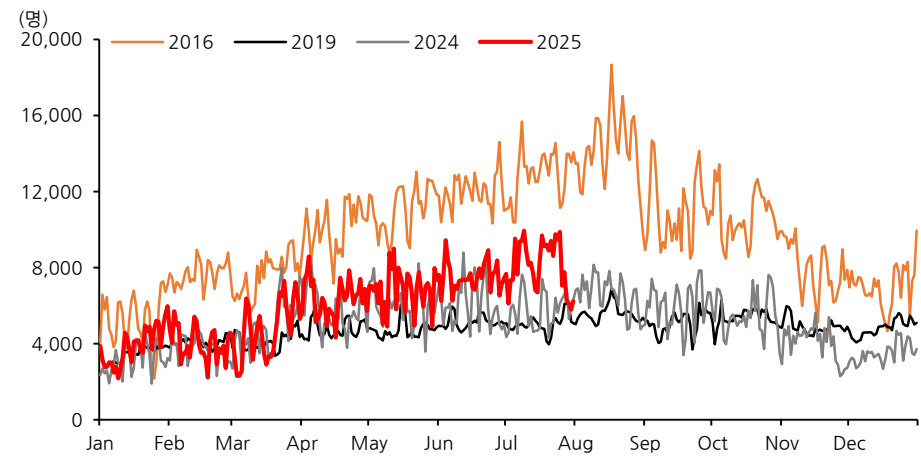
제주도의
'무비자+단체관광' 시너지가
본토까지 확대 가능

무비자 입도가 가능한 제주도는 중국 정부의 단체 관광 허용으로 외국인 관광객의 증가가 눈에 띈다. 24년 외국인 입도객은 191만명으로 19년 173만명을 상회하였는데, 중국인 입도객 증가가 주효했다. 24년 중국인 제주도 입도객은 138만명으로 19년 108만 대비 +28% 증가하였다. 비상 계엄의 여파로 25년 4월까지 24년과 유사한 수준을 보였지만, 5월부터 외국인 관광객, 그중 중국인 관광객의 성장이 눈에 띄는데, 5월 각각 +14.6% YoY, +27.1% YoY 외국인 입도객과 중국인 입도객이 증가하였다. 대선이 있었던 6월 잠정 데이터 기준으로는 외국인 입도객이 +22.9% YoY 성장했으며, 7월은 약 +38% YoY 성장했다.

제주도의 경우, 무비자와 단체 관광의 시너지로 19년을 크게 초과하는 외국인 관광객의 유입이 가능한 것으로 판단된다. 단체 관광의 허용으로 크루즈 취향의 증가가 주효했다고 추정되는 데, 그렇게 추정하는 이유는 입도객 데이터의 패턴이다. 항공 입도객의 비중이 절대적이었던 19년에는 일간 입도객의 변동성이 크지 않았지만, 크루즈가 가미되었던 16년에는 일간 입도객의 변동성이 크게 나타난다. 크루즈 입항 시에 입도객이 크게 튀기 때문인데, 24년과 25년 역시 16년과 같이 큰 변동성을 보이고 있다.

본토까지 무비자 정책이 시행된다면, 크루즈의 취향지는 제주도 외 인천/부산 등 항만으로 다변화될 수 있을 것으로 기대한다. 이는 제주도와 같이 단체 관광과 무비자의 시너지 효과가 인천/부산 등 지역에서도 나타날 수 있다는 것을 함의한다. 크루즈 또한 호텔 공급 부족을 회피할 수 있다.

[그림26] 제주도 일간 입도객 추이(3DMA)



자료: 제주관광협회, 한화투자증권 리서치센터

IV. 단체 관광 무비자의 디테일

관건은 무비자의 범위

아직까지 중국 단체 관광객 무비자 정책에 대한 구체적인 정부 지침이 나오지 않은 상황이다. 따라서 어느 범위까지 무비자 정책이 허용될 지가 불분명하다. 당사가 주목하는 것은 에어텔(항공권+호텔) 상품에 대해서도 무비자를 허용할 지에 대한 여부이다. 허용 수준에 따른 수혜업종도 차별화가 될 것으로 보이기 때문이다.

에어텔이란 여행사에서 판매하는 패키지 상품 중 하나로 여행사가 확보하고 있는 하드블록(소프트블록) 항공권과 호텔 물량을 조합하여 판매하는 것이며, 여행 스케줄이 정해져 있는 일반 가이드 포함 단체 관광 상품에 비해 자유도가 높은 것이 특징이다. 항공권과 호텔만 묶어서 판매하는 에어텔 상품이 있는 가 하면, 가이드 포함 단체 관광 상품과 같이 일부는 단체 일정이 있고, 일부는 자유여행의 형식으로 제공되는 상품들도 있어 에어텔과 단체 관광 상품의 경계가 다소 허물어지고 있는 추세이다.

정부가 전면 무비자 정책을 추진하고 있는 것이 아니라 단체 관광객에 대한 무비자를 추진하고 있는 이유는 전면 무비자 정책 시행 시, 불법 체류자 증가 가능성이 있기 때문일 것으로 추정한다. 이 때문에 여행사가 일정을 모두 책임지는 가이드 포함 단체 관광 상품인 경우 무비자 정책 시행이 수월할 것이나, 에어텔은 자유 여행성 단체 관광 상품이기 때문에 정부가 무비자를 허용할 것인지는 지켜볼 필요가 있겠다.

[표4] 단체관광 VS 에어텔

	단체 관광	에어텔
포함 상품	항공, 숙박, 식사, 관광 등	항공, 숙박
규모	대규모	소규모
일정	여행 스케줄에 따라 움직임	주로 자유 일정
가이드	포함	불포함
쇼핑 일정	포함	불포함
불법 체류자 리스크	낮음	상대적으로 높음

자료: 한화투자증권 리서치센터

1. 무비자 정책에 에어텔 포함 시, 인바운드 업체 대부분 수혜

에어텔까지 확대 시, 한국
여행의 선호도가 높아질 것

중국인 단체 관광객 무비자 정책에 에어텔까지 포함될 경우, 인바운드 업체 전반적인 수혜가 예상된다. 비자 발급의 번거로움을 회피하고자 하는 FIT 관광객의 에어텔 수요 확대가 예상되기 때문이다. 에어텔 활용 시, 여행사의 구매력을 활용하게 되는 것이기에 비용 측면에서도 개별 예약에 비해 장점이 있다. 또 일본과 같은 경쟁 국가 대비 무비자로 입국할 수 있다는 장점으로 한국 여행의 선호도가 전반적으로 높아질 수 있겠다.

이를 통해 전반적인 중국 관광객 증가 모멘텀이 확대되는 것이기에 관련 업종의 전반적 수혜가 예상된다. 금번 자료에서는 당사가 담당하고 있는 카지노와 백화점, 면세점을 중심으로 살펴보고자 하겠다.

>> 카지노 - 밀물의 시간

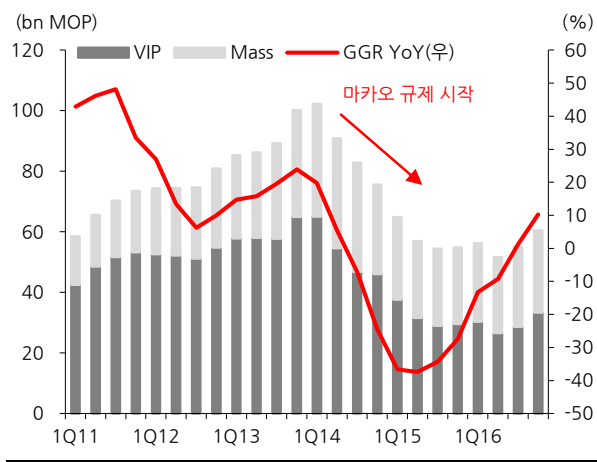
‘10년대 중반
마카오 카지노는 왜
정체되어 있었나

마카오 카지노 이야기를 먼저 해보자.

마카오 카지노는 팬데믹 전부터 중국 정부 반부패 정책 일환의 규제 탓에 부진했다. ‘14년 6월, 마카오 내에서의 체류 기간 단축과 신용카드 사용 한도 축소 등의 규제 시행을 시작으로, 마카오 옥죄기는 거세졌다. 같은 해 12월에는 시진핑 주석이 마카오 반환 15주년 기념식에서 “도박 산업 감독/규제를 강화할 지혜/용기를 찾길 바란다”며 마카오 정부를 직접적으로 압박했다. 동시에 공식적으로 글로벌 마카오 업계에 중국향 마케팅 중단을 요구했다. 실제로 ‘15년 6월에는 파라다이스와 GKL의 중국 본토 VIP 마케팅 담당 직원들이 영업 중 체포되는 일도 있었다. 중국 정부의 본격적인 마카오 카지노 규제는 이렇듯 시진핑 주석의 반부패 정책을 중심으로 ‘14년부터 시작됐고, 자연스레 마카오 카지노 매출액은 급감세를 보였다. 특히 VIP로 분류되는 고객층 매출액 감소가 두드러졌다. 마카오 카지노 규제가 결국 부패한 중국 고위 공직자의 카지노 시장 및 정켓 사업자를 통한 돈세탁/비자금 형성 등을 잡아내기 위한 수단이었기 때문이다.

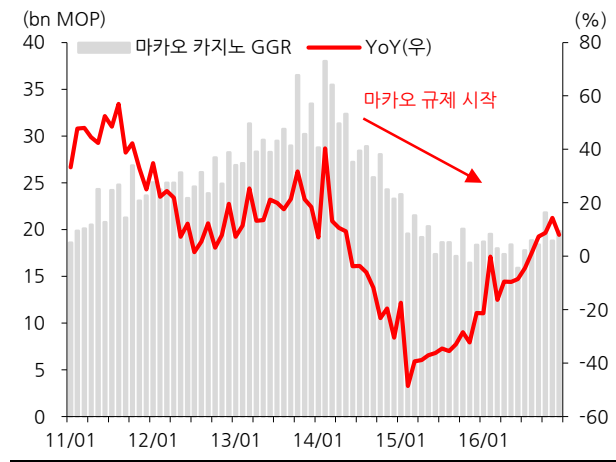
‘15-‘16년 중국 정부의 규제는 마카오 카지노 산업의 수요자/공급자 모두의 심리를 얼어붙게 만들었다. 팬데믹을 거치며 업장에 대한 규제뿐만 아니라 정켓에 대한 규제도 더욱 강화했다. 마카오 카지노 폭발적 성장기였던 ‘10년대 초반 200여개를 훌쩍 넘었던 마카오 정켓 사업자는 ‘25년 7월 현재 29개에 불과하다. 정부가 정켓 사업자 수를 50개로 제한하고 있는데, 그 캡이 무색할 정도다.

[그림27] 분기별 마카오 GGR 추이



자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

[그림28] 월별 마카오 GGR 추이



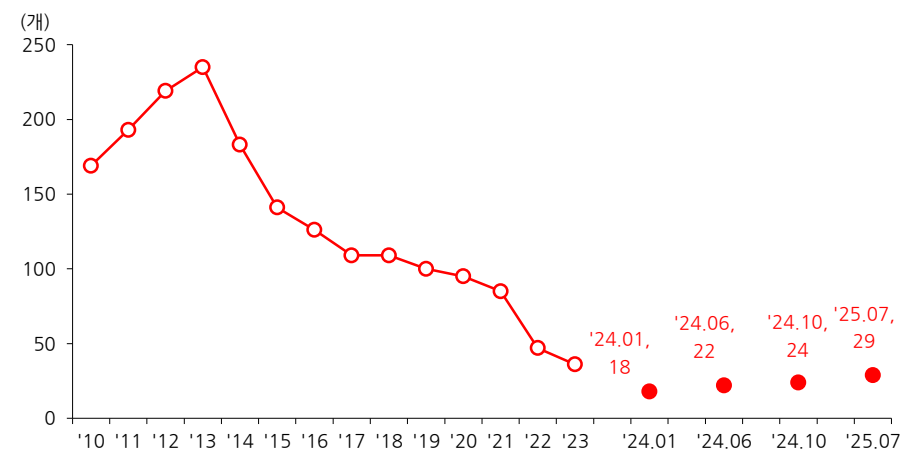
자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

[표5] 코로나를 거치며 강화된 마카오 카지노 규제

사업권 규제	하위 사업권 폐지, 6개의 정식 카지노 사업권만 유지. 면허 기간, 20년→10년 단축. 최대 3년 연장 가능
캐파 규제	테이블 6,000개, 머신 12,000대로 제한
최소 수익 기준	테이블 당 연간 최소 7bnMOP 수익 창출. 미달시 특별 프리미엄 지불
정켓 규제	정켓사업자-카지노운영사 간 1:1 제휴만 허용. VIP 고객 향 신용 제공 금지. 정켓룸 폐쇄. RS 제도 폐지. 최대 1.25%의 커미션제 도입. 허가 가능한 최대 정켓 사업자는 50개

자료: 언론 보도 취합, 한화투자증권 리서치센터

[그림29] 마카오 정켓 사업자 현황



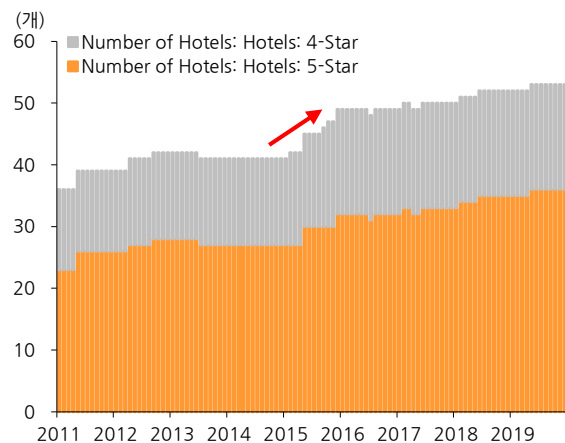
자료: GGR Asia, 한화투자증권 리서치센터

정체기를 거치며 변화한 마카오 카지노

다만 '17년을 지나면서 마카오 카지노는 Mass 고객 성장에 힘입어 조금씩 회복된다. 중국 정부의 규제 탓에 VIP GGR은 급격한 감소가 나타나며 Mass 비중이 자연스레 올라간 부분도 없진 않았다. 그러나 '15년 이후 복합리조트의 본격적인 개장이 이어지며, Mass GGR의 절대 규모 성장에 불을 붙였다. '14년까지 밋밋한 성장을 보이던 마카오 내 4-5성급 호텔 수는 '15년 YoY +20% 성장했다. 이에 힘입어 Mass GGR 규모도, '16년부터는 반등하기 시작했다. '19년 Mass GGR은 1,572억 파타카(MOP)로 전체 GGR의 54%를 차지했다. 규제 직전 최대 규모였던 '14년 GGR보다도 13% 높았다.

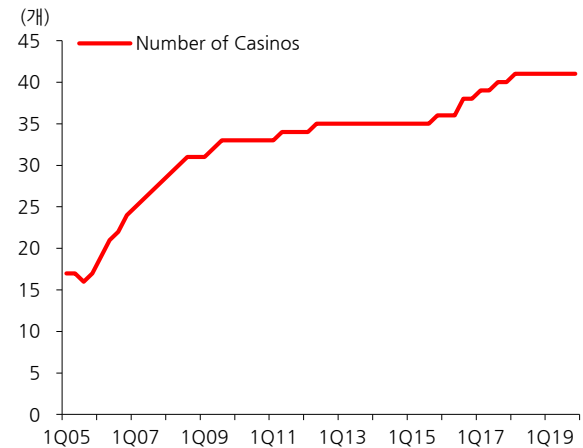
Mass GGR 성장, VIP GGR 감소, 정궛 사업자 규제 이 3가지 요소를 결부시켜 생각해 보자. 정궛 사업자 수의 절대적 감소와 그마저도 운신의 폭이 급격히 제한된 점을 고려하면 정궛을 통해 마카오에서 게임을 하는 VIP는 급격히 감소할 수밖에 없었을 것이다. 다만 산업 특성상 수요가 다소 비탄력적임을 고려하면 완벽한 풍선 효과는 아니겠으나 VIP 일부는 정궛을 배제한 수요 즉 Premium Mass로 발현됐을 가능성이 크다.

[그림30] 월별 마카오 4-5성급 호텔 추이



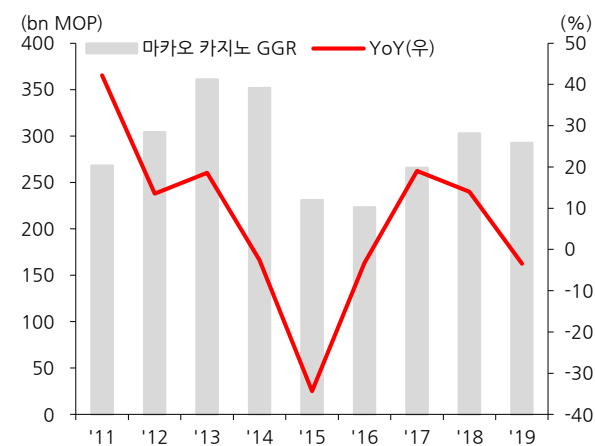
자료: CEIC, 한화투자증권 리서치센터

[그림31] 분기별 마카오 카지노 영업장 추이



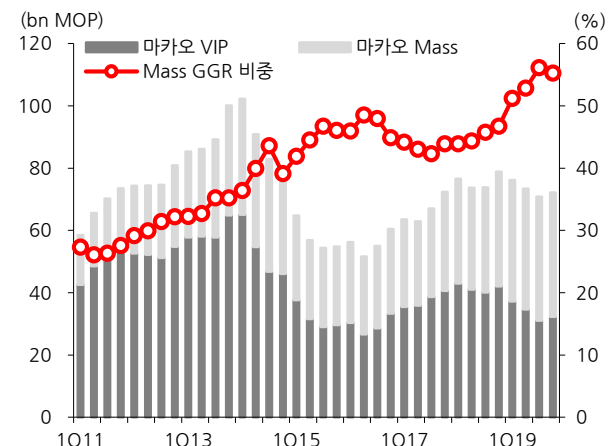
자료: CEIC, 한화투자증권 리서치센터

[그림32] '19년까지 연간 마카오 GGR 추이



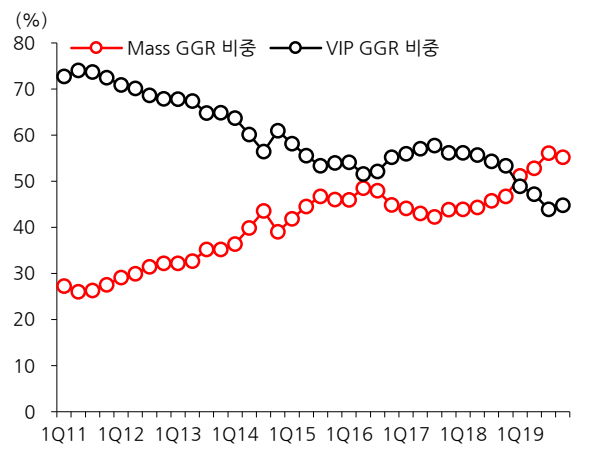
자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

[그림33] '19년까지 분기별 마카오 GGR 추이



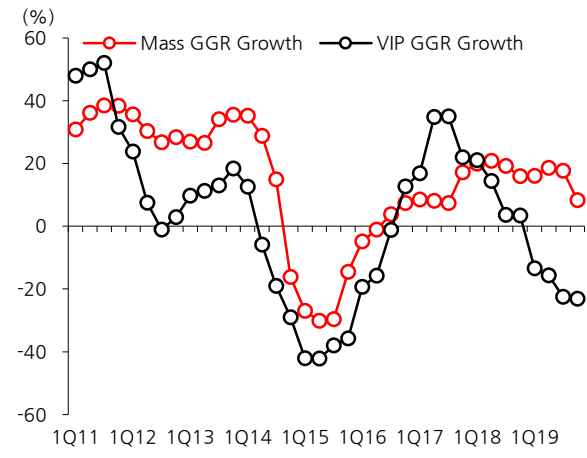
자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

[그림34] 마카오 Mass 및 VIP 비중 추이



자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

[그림35] '19년까지 Mass 및 VIP 성장률 추이



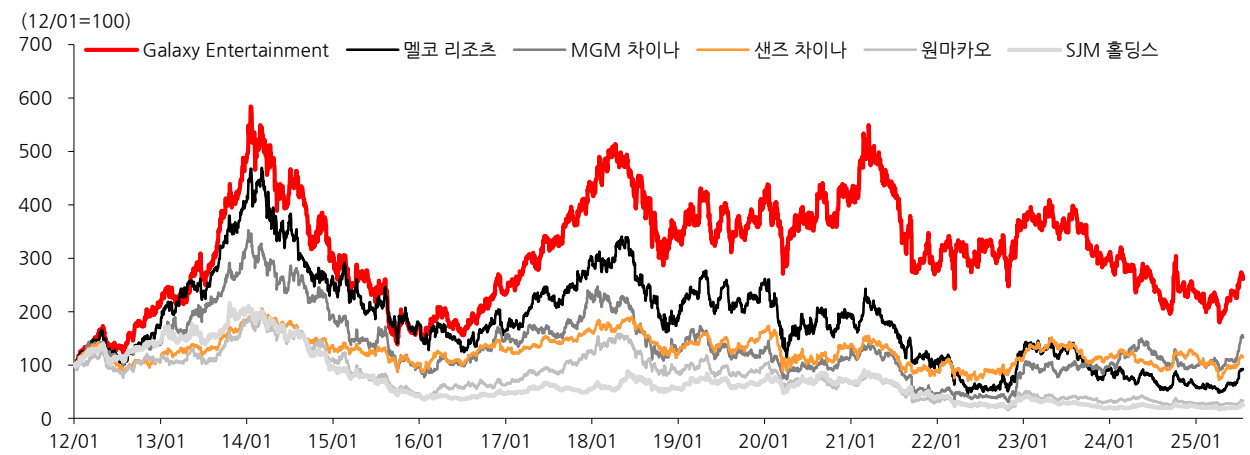
자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

마카오 카지노 주가를 보자. '10년부터 '14년 초까지 산업의 폭발적 성장에 힘입어 마카오 카지노 주가는 쉬지 않고 올랐다. 다만 반부패 정책 등 규제 시행은 '16년까지 주가 부진으로 이어졌다. VIP 고객 증발이 밸류에이션 디레이팅 요인으로 작용했던 탓이다. 그래도 앞서 언급한 Premium Mass 등을 통한 Mass GGR 회복이 나타나며 팬데믹 직전까지 주가는 재차 반등했다. 결국 VIP나 Mass나도 중요하지만 전체 Q의 흐름이 섹터 주가에 미치는 영향이 좀 더 크다는 판단이다.

2분기 반등에 성공한
마카오 카지노

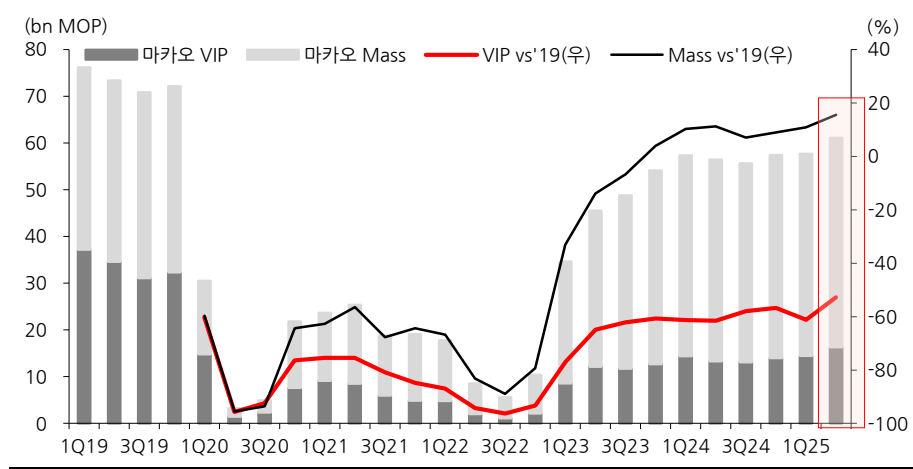
'24년 이후 리오프닝이 본격화되며 마카오 카지노도 Q 회복에 대한 기대가 컸으나 정부의 지속적인 제재는 Q도 주가도 짓누르는 가장 큰 요인이 됐다. 올해 초에는 시진핑 주석이 마카오의 비카지노 산업 확대 의지(카지노 억제)를 밝히며 다시 한번 분위기를 다운시키기도 했다. 재밌는 점은 이후 다소 부진한듯 보였던 마카오 카지노 data나 주가 모두 2분기를 지나며 반등하기 시작했다는 점이다. 연초 정부의 제재성의 발언에도 불구하고 여전히 미진한 수준이나 정켓 사업자 수는 29개까지 증가했고, 전체 GGR은 물론이고 VIP GGR까지 6월에는 강하게 올라오는 모습을 보여줬다.

[그림36] 마카오 카지노 운영사 주가 추이



자료 Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

[그림37] 마카오 카지노 분기별 GGR 추이 및 '19년 대비 회복률



자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

제주도는 이미 무비자

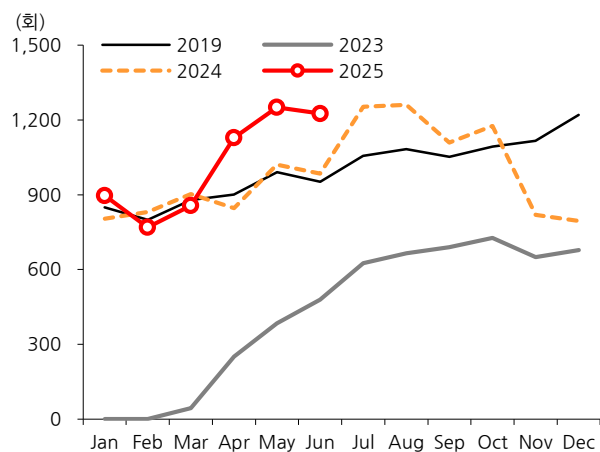
그리고 다시 한국으로 돌아와, 제주도를 보자.

제주도는 이미 중국인들의 무비자 체류가 가능하다. 코로나 이전부터 중국인들이 사랑하는 관광지 중 한 곳이었던 제주도는 '22년 6월 1일자로 [중국인 제주도 무사증 입국]이 재개되면서 다시금 중국인들로 북적인다. 특히 중국인들의 한국 단체관광이 가능해진 '23년 하반기를 기점으로 제주도 입도 중국인 추이는 탄력적인 회복세를 보인다.

유리한 인프라는
드림타워 실적의
가파른 개선세로 연결

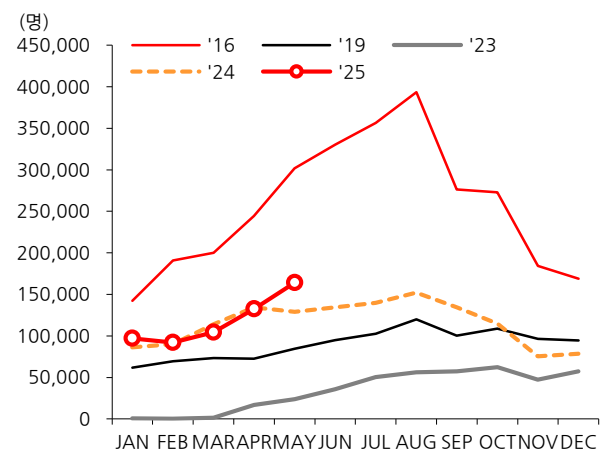
롯데관광개발의 제주 드림타워 카지노는 최근 괄목할만한 성장세를 보여준다. [중국인 제주도 무사증 입국 → 중국인 한국 단체 관광 허용] 등의 정책적 효과 및 中 본토~제주도 간의 항공 연결성 강화 등의 관광 인프라 개선 효과 덕이다. 올해 드림타워 월별 방문객 및 드롭액은 3월부터 매일 역대 최고 숫자를 경신 중이다. 통상 中 노동절 연휴가 들어있는 5월이 6월보다 강한 드롭액이나 방문객 수를 기록하기 마련인데, 올해 드림타워는 소폭이나마 5월보다 6월이 강했다. 앞서 언급한 정책 및 인프라 개선 덕에 계절성을 뛰어 넘을만큼 강한 수요 증가세가 확인되는 구간이다.

[그림38] 제주도~중국 본토 운항 왕복 항공편 추이



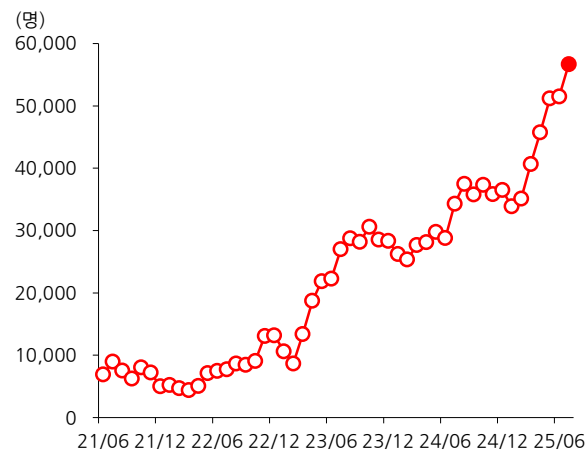
자료: 에어포탈, 한화투자증권 리서치센터

[그림39] 제주도 입도 중국인 월별 추이



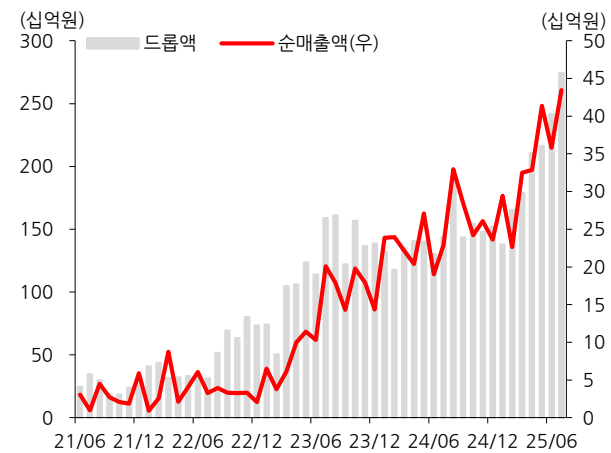
자료: 제주관광협회, 한화투자증권 리서치센터

[그림40] 드림타워 카지노 월별 방문객 추이



자료: 롯데관광개발, 한화투자증권 리서치센터

[그림41] 드림타워 카지노 월별 드롭액 및 순매출액 추이



자료: 롯데관광개발, 한화투자증권 리서치센터

드림타워, 마카오 모두
노동절 연휴 있었던 5월보다
강한 6월 기록

제주도 드림타워 카지노의 월별 숫자를 보고 있으면 다소 기시감이 드는 기분인데, 마카오 카지노 data 때문이다. 마카오 카지노 GGR도 6월 대비 5월이 통상적으로 강했다. 앞서 언급한 것처럼 중국 장기 연휴 중 하나인 노동절 연휴가 5월에 들어있기 때문이다. 그런데 올해 6월 마카오 카지노 GGR은 5월 대비 MoM -0.5% 감소하는데 그쳤다. 6월이 5월보다 하루 적다는 점을 감안하면 제주 드림타워 카지노처럼 사실상 6월이 5월보다 GGR 기준 더 좋았다.

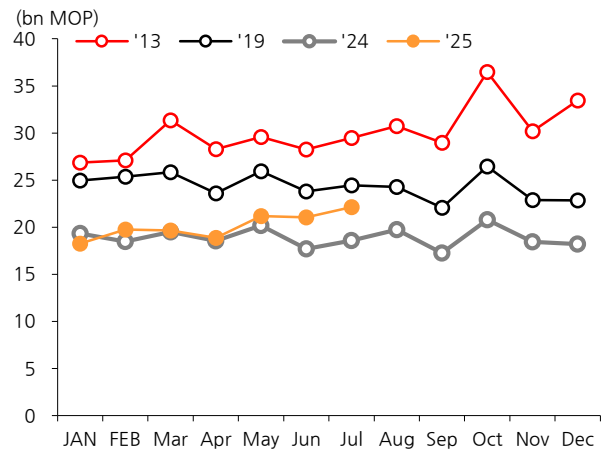
마카오/드림타워 모두
하이롤러 비중 5월<6월
: 계절성에서 벗어난 것.
수요 폭발의 초입으로 해석

6월 마카오 전체 방문객 및 중국인 방문객 숫자는 5월 대비 감소했다. 다만 방문객 당 GGR은 5월 대비 6월 약 16% 상승했다. 공교롭게도 드림타워 카지노 방문객당 드롭액은 5월 대비 6월 약 11% 증가했고 홀드율은 약 4.6%pt 하락했다. 양 data 모두 하이롤러(혹은 VIP) 비중이 상대적으로 올라간 것으로 추정하는 것이 맞겠다. 다만 마카오 카지노의 코로나 이전 data나 드림타워 카지노의 '24년 data를 보면 대개 6월에는 방문객 당 GGR이나 방문객 당 드롭액이 5월 대비 하락하는 계절성이 확인된다. 우리는 이 부분을 팬데믹 이후 본격적으로 카지노로 수요가 폭발하는 구간의 초입이라 계절성에서도 다소 벗어나 있는 것으로 해석한다. 무엇보다 2010년대 중반부터 억눌려있었던 하이롤러들의 카지노 수요가 되살아나는 것도 기대할 수 있다는 판단이다.

7월 data도 좋았는데...

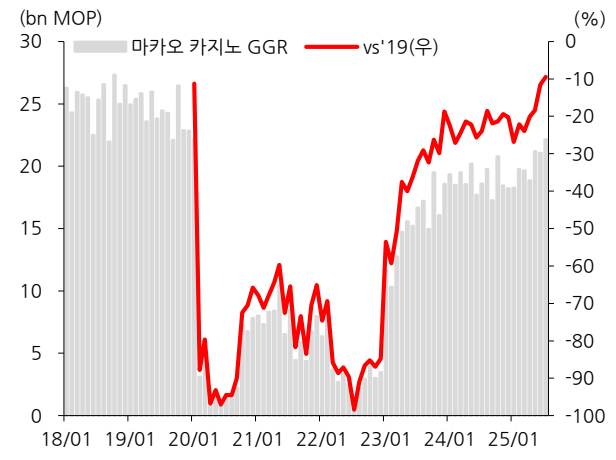
7월 data도 마카오와 드림타워 카지노가 유사한 궤적을 그렸다. 드림타워는 7월 최대방문객, 최대 드롭액, 최고 순매출액을 기록했다. 테이블 기준 홀드율도 17.3%로 전월 대비 개선됐다. 마카오 7월 GGR은 221억 파타카를 기록하며 팬데믹 이후 월 최대 GGR을 경신했다. 2개 data 모두 꾸준히 견조한 월 실적을 기록 중이다. 7월보다 성수기인 8월, 그리고 국경절이 들어있는 10월까지 기대를 크게 가져가도 좋겠다.

[그림42] 마카오 카지노 월별 GGR 추이



자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

[그림43] 마카오 카지노 월별 GGR 추이 및 '19년 대비 증감률



자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

[표6] 드림타워 카지노 주요 지표

(단위: 백만원, 명)

		Jan	Feb	Mar	Apr	May	Jun	Jul	Aug	Sep	Oct	Nov	Dec
드롭액	2024	131,858	117,658	135,157	140,159	139,971	130,066	143,525	188,636	143,435	154,001	147,758	152,092
	2025	137,787	165,269	178,885	210,482	216,334	241,709	274,191					
방문객	2024	26,245	25,328	27,679	28,134	29,745	28,794	34,275	37,494	35,764	37,313	35,812	36,490
	2025	33,863	35,087	40,681	45,753	51,207	51,515	56,691					
드롭액/방문객	2024	5.0	4.6	4.9	5.0	4.7	4.5	4.2	5.0	4.0	4.1	4.1	4.2
	2025	4.1	4.7	4.4	4.6	4.2	4.7	4.8					

자료: 롯데관광개발, 한화투자증권 리서치센터

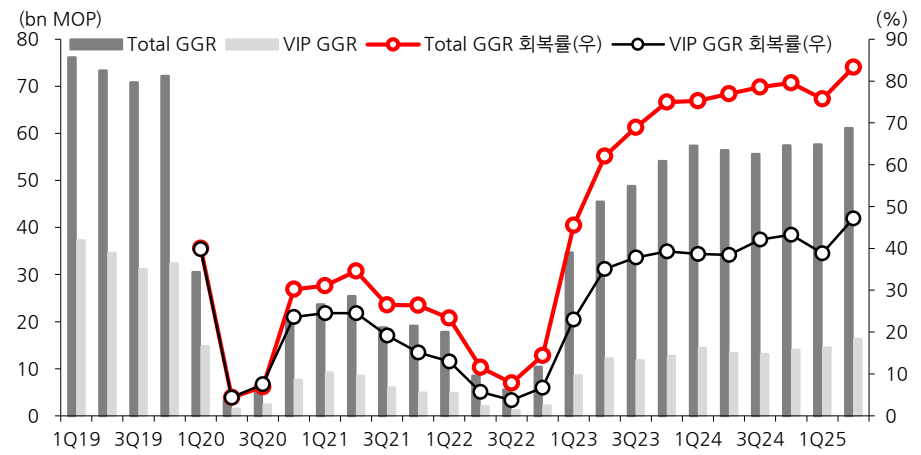
[표7] 마카오 카지노 주요 지표

(단위: mn MOP, 천명, th MOP)

		Jan	Feb	Mar	Apr	May	Jun	Jul	Aug	Sep	Oct	Nov	Dec
GGR	2014	28,739	38,007	35,453	31,318	32,354	27,215	28,415	28,876	25,564	28,025	24,269	23,285
	2019	24,942	25,370	25,840	23,588	25,952	23,812	24,453	24,262	22,079	26,443	22,877	22,838
	2024	19,337	18,486	19,503	18,545	20,188	17,694	18,595	19,754	17,253	20,787	18,438	18,202
	2025	18,254	19,744	19,659	18,858	21,193	21,064	22,130					
방문객	2014	2,504	2,561	2,626	2,637	2,525	2,432	2,753	3,086	2,406	2,654	2,802	2,540
	2019	3,425	3,546	3,389	3,432	3,397	3,096	3,530	3,623	2,765	3,210	2,910	3,083
	2024	2,862	3,294	2,721	2,601	2,692	2,551	3,021	3,652	2,528	3,135	2,832	3,040
	2025	3,647	3,147	3,069	3,093	3,372	2,891						
GGR/방문객	2014	11.5	14.8	13.5	11.9	12.8	11.2	10.3	9.4	10.6	10.6	8.7	9.2
	2019	7.3	7.2	7.6	6.9	7.6	7.7	6.9	6.7	8.0	8.2	7.9	7.4
	2024	6.8	5.6	7.2	7.1	7.5	6.9	6.2	5.4	6.8	6.6	6.5	6.0
	2025	5.0	6.3	6.4	6.1	6.3	7.3						

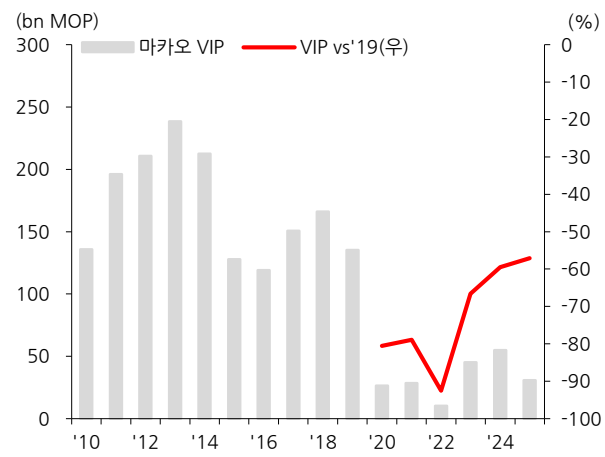
자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

[그림44] 마카오 카지노 분기별 GGR 추이 및 '19년 대비 회복률



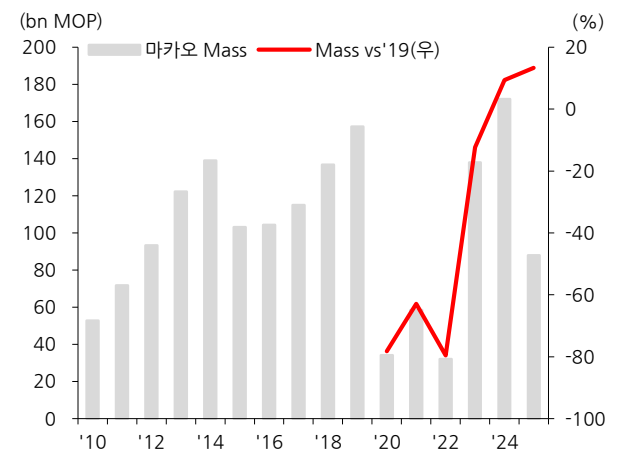
자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

[그림45] 마카오 카지노 연간 VIP GGR 추이



자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

[그림46] 마카오 카지노 연간 Mass GGR 추이



자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

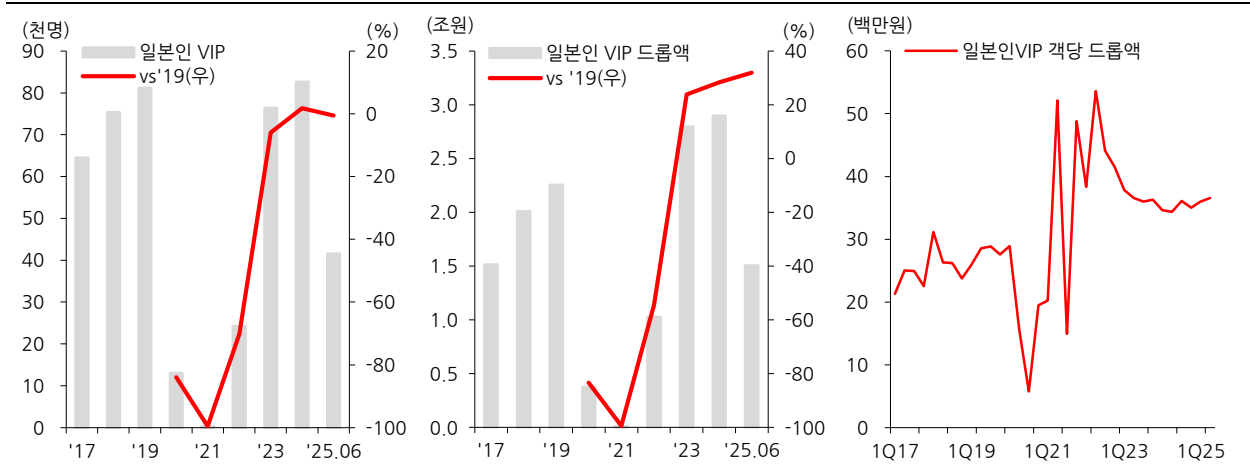
중 카지노 수요 확대 구간,
무비자 입국 허용은
카지노 사업자 실적
개선으로 연결

파라다이스,
중국인 VIP 회복 더딘 반면
일본인 VIP 강한 성장으로
실적 개선

결국 드림타워와 마카오 카지노에서 확인한 것은 최근들어 중국인들의 카지노 수요가 Mass나 VIP 할 것없이 다소 강하게 되살아나고 있다는 점이다. 전반적으로 수요가 회복되는 가운데, 공급 제약이 풀린다면 국내 주요 카지노 업장들의 실적 레버리지 효과는 상당할 것으로 기대된다. 그리고 여기서 이야기하는 공급 제약 해소는 결국 중국인들의 제주도 외 지역까지의 무비자 관광 입국 허용이 되겠다.

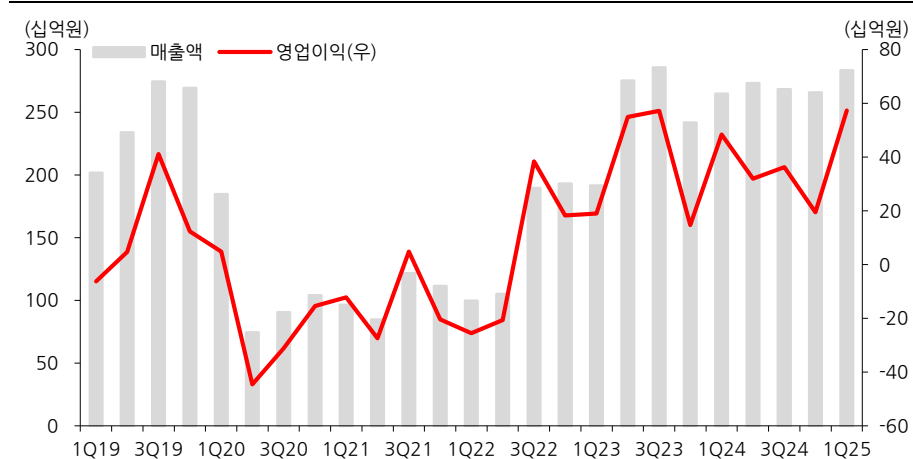
한편 파라다이스와 GKL의 카지노 실적을 보면 중국인 고객 지표는 여전히 회복세가 다소 더뎠어 보이는 반면, 일본인 고객 지표는 강하다. 전통적으로 일본인 고객에 강했던 파라다이스에서 이 같은 현상이 좀 더 두드러진다. 파라다이스 카지노 사업장 일본인 VIP 방문객은 '25년 6월까지 누계로 4.2만명인데 '19년 같은 기간과 거의 유사하다. 반면 드롭액은 YTD 약 1.5조원을 기록 중이며 이는 '19년 같은 기간 일본인 VIP 드롭액 대비 +32%나 높다. '22년 11월 한일 상호 무비자 허용 이후 일본인 VIP 손님 방문 지표가 빠르게 회복하는 가운데 객당 드롭액은 팬데믹 이전 대비 30% 이상 높아졌다. 덕분에 파라다이스 분기 연결 실적은 이미 '19년 이전 수준을 상회한다.

[그림47] 파라다이스 카지노 사업장 일본인 VIP 지표



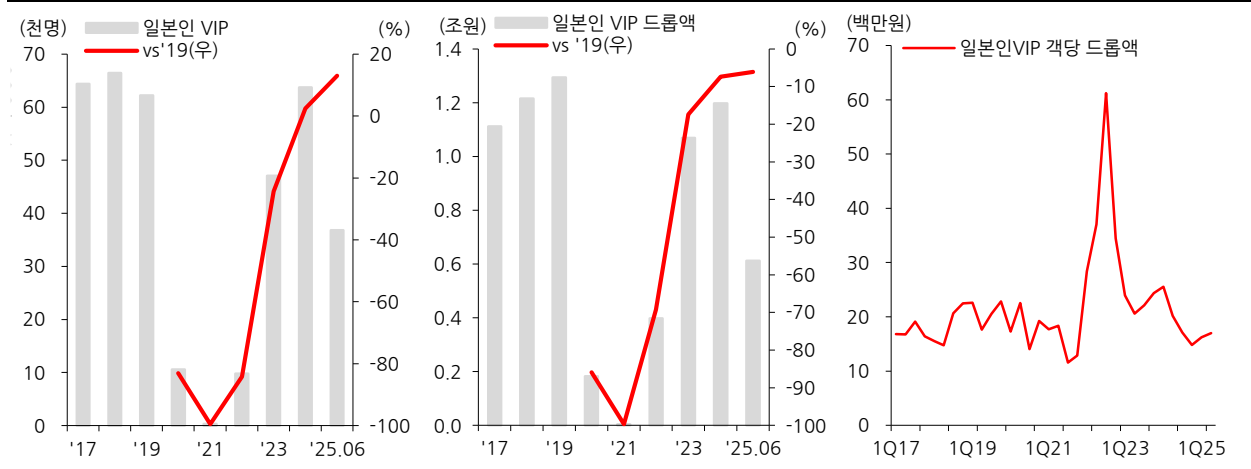
자료: 파라다이스, 한화투자증권 리서치센터

[그림48] 파라다이스 분기 연결 실적 추이



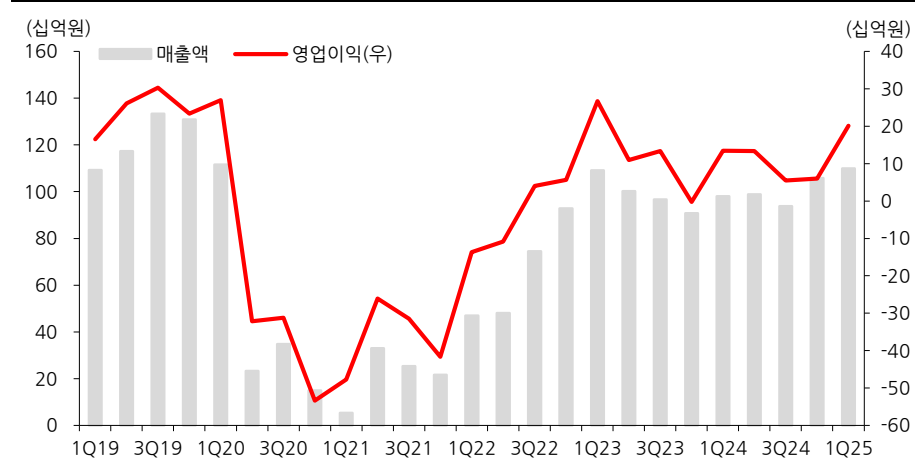
자료: 파라다이스, 한화투자증권 리서치센터

[그림49] GKL 카지노 사업장 일본인 VIP 지표



자료: GKL, 한화투자증권 리서치센터

[그림50] GKL 분기 연결 실적 추이



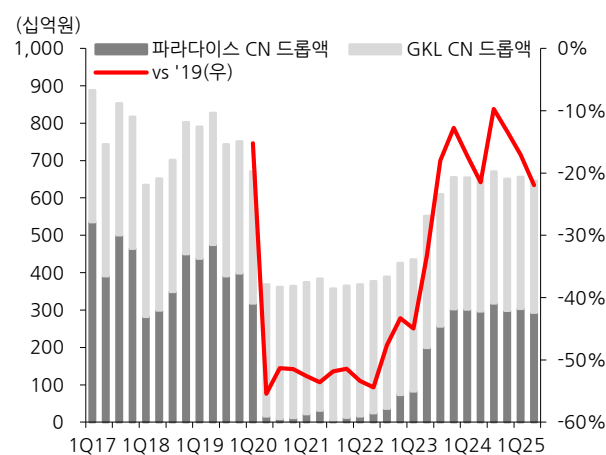
자료: GKL, 한화투자증권 리서치센터

이렇듯 일본인 손님 숫자만으로 이미 실적의 회복을 넘어 성장을 보여주고 있는 상황에서 무비자 입국 허용으로 중국인 손님까지 들어오기 시작한다면 파라다이스의 P-City/워커힐, GKL의 드래곤시티, 세븐럭 업장의 실적은 더욱 가파르게 좋아질 것으로 보인다. 특히 단체관광 외 FIT까지 무비자 입국이 허용된다면 P-City처럼 호텔 등 카지노 부대 시설의 특징점이 명확한 업장이나 드래곤시티처럼 “요즘 핫플(ex. 용리단길)”과 인접한 업장들의 레버리지 효과가 상당할 것으로 추정된다.

파라다이스의 경우 '22년 11월 한일 상호 무비자 이전, 일본 고객向 마케팅을 “(꼭 가보고 싶은)파라다이스시티 리조트”로 프레임을 잡아 다소 공격적으로 진행한 바있다. 이러한 마케팅 전략 때문만은 아니겠으나 덕분에 최근 파라다이스는 팬데믹 이전보다도 강한 일본인 손님 지표로 전체 호실적을 기록하고 있다. GKL과의 실적 차별화도 이런 부분에서 기인한 것으로 해석된다. 파라다이스는 조만간으로 짐작되는 중국인 관광객 무비자 입국을 앞두고 앞선 일본의 사례와 유사한 마케팅 정책을 펼치고 있는 것으로 보인다. 이미 중국인 관광객 입국이 자유로운 제주 공항에 파라다이스시티 리조트 광고를 게재하는 등의 방식이다.

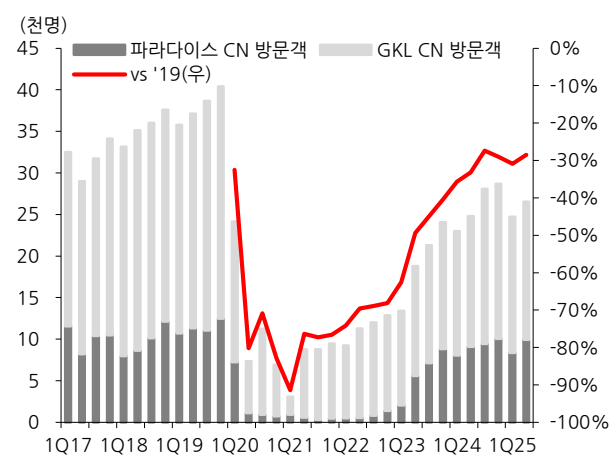
앞서 언급한 것처럼 6월 마카오 데이터가 좋았다. 전통적으로 강한 5월보다 좋은 6월 실적을 기록했다. 태풍이 변수이긴 하겠으나 여름 휴가 수요 및 콘서트 등 이벤트와 맞물려 7월에도 좋은 흐름이 이어질 것으로 전망된다. 정부의 연초, 마카오 카지노에 대한 제재 지속 의지 표명에도 불구하고 회복되는 모습을 보여주고 있다. 이미 중국인의 자유로운 입국이 가능한 제주도의 드림타워 카지노 호실적과 맞물려 생각하면, 중국인의 한국 무비자 입국 본격 허용시 주요 외국인카지노 사업자들의 실적에도 큰 기대가 모이는 이유다.

[그림51] 파라다이스+GKL 중국인 VIP 방문 추이



자료: 파라다이스, GKL, 한화투자증권 리서치센터

[그림52] 파라다이스+GKL 중국인 VIP 드롭액 추이



자료: 파라다이스, GKL, 한화투자증권 리서치센터

[표8] 파라다이스 카지노 주요 지표 및 실적 추정

(단위: 백만원, 명, 십억원, %)

	2023	2024	2025E	2026E	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25E	3Q25E	4Q25E
주요 가정												
VIP 방문객	143,056	167,597	169,767	174,989	40,504	40,698	43,209	43,186	40,457	44,077	43,693	41,540
중국인 VIP	23,573	35,611	38,991	40,940	8,050	8,080	9,430	10,051	8,351	9,946	10,244	10,449
일본인 VIP	76,362	82,689	81,661	82,478	20,710	20,477	21,220	20,282	20,025	21,536	21,105	18,995
기타 VIP	43,121	49,297	49,115	51,571	11,744	12,141	12,559	12,853	12,081	12,595	12,343	12,096
드롭액	6,173,230	6,868,397	7,329,543	7,898,915	1,729,601	1,703,623	1,773,217	1,661,956	1,694,232	1,835,016	1,930,796	1,869,499
VIP 드롭액	4,873,370	5,423,159	5,724,900	6,276,466	1,366,088	1,340,548	1,409,454	1,307,069	1,327,217	1,442,430	1,518,580	1,436,673
중국 VIP 드롭액	840,847	1,214,210	1,265,276	1,390,437	301,442	296,639	318,119	298,010	302,962	292,969	331,358	337,986
일본 VIP 드롭액	2,796,218	2,897,669	3,046,281	3,230,581	717,311	703,738	765,774	710,845	720,476	787,048	809,872	728,885
기타 VIP 드롭액	1,236,305	1,311,281	1,413,343	1,655,448	347,335	340,171	325,561	298,214	303,778	362,413	377,350	369,803
Mass 드롭액	1,299,860	1,445,238	1,604,643	1,622,449	363,513	363,075	363,763	354,887	367,015	392,586	412,215	432,826
홀드율	11.3%	11.1%	11.7%	11.7%	11.1%	11.9%	10.2%	11.5%	12.4%	11.9%	10.8%	12.0%
실적 추정												
매출액	994	1,072	1,170	1,243	265	273	268	266	283	294	289	304
카지노	415	403	434	471	102	112	84	104	116	103	96	120
호텔	114	112	110	113	26	28	30	29	24	28	30	29
복합리조트	449	539	608	641	132	131	147	129	139	158	159	152
기타	16	18	18	18	4	2	8	4	4	5	5	5
매출원가	760	834	886	939	196	207	208	222	205	217	218	246
카지노	298	320	337	365	78	82	76	83	84	77	84	92
호텔	96	96	95	97	22	24	23	27	22	23	23	27
복합리조트	353	403	436	459	92	98	105	107	95	110	109	122
기타	14	15	17	18	3	3	5	4	4	6	3	5
매출총이익	234	238	284	304	69	66	60	44	78	77	71	58
판관비	88	102	110	112	20	34	24	24	21	37	25	28
영업이익	146	136	174	191	48	32	36	19	57	41	45	31
OPM	14.7%	12.7%	14.8%	15.4%	7.7%	12.4%	8.8%	9.1%	7.3%	12.4%	8.8%	9.1%
지배순이익	63	76	88	94	26	15	10	25	31	21	21	15

자료: 파라다이스, 한화투자증권 리서치센터 추정

[표9] GKL 카지노 주요 지표 및 실적 추정

(단위: 백만원, 명, 십억원, %)

	2023	2024	2025E	2026E	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25E	3Q25E	4Q25E
주요 가정												
방문객	120,262	155,225	183,474	200,414	32,237	35,516	43,065	44,407	39,992	43,259	50,282	49,942
중국 VIP	53,984	67,978	73,187	81,891	14,958	15,719	18,660	18,641	16,367	16,599	20,610	19,611
일본 VIP	47,092	63,747	79,769	83,416	12,531	14,421	17,943	18,852	17,292	19,523	21,450	21,503
기타 VIP	19,186	23,500	30,518	35,107	4,748	5,376	6,462	6,914	6,333	7,137	8,221	8,827
드롭액	3,394	3,648	3,705	4,058	916	941	912	879	827	915	968	995
중국 VIP	833	931	1,035	1,156	196	259	222	254	230	224	287	294
일본 VIP	1,069	1,198	1,295	1,404	320	291	307	279	281	331	342	341
기타 VIP	870	970	795	891	268	254	243	205	183	218	185	209
기타	622	549	579	607	132	137	140	140	133	142	154	151
홀드율	11.7%	10.8%	12.1%	12.6%	10.2%	10.5%	10.4%	12.1%	13.1%	11.1%	11.4%	13.0%
실적 추정												
매출액	397	396	453	516	98	99	94	106	110	102	111	130
매출원가	317	325	355	400	77	79	79	91	83	82	89	101
인건비	150	150	164	180	36	35	36	43	38	38	41	47
관광기금	38	38	43	49	9	9	9	10	10	10	11	12
개소세	10	10	12	14	2	3	2	3	3	3	3	3
기타	118	128	136	156	30	32	31	35	31	32	34	39
매출총이익	80	71	98	117	21	20	15	15	27	20	23	29
판관비	29	33	31	35	7	7	9	9	7	7	8	9
영업이익	51	38	67	82	14	13	6	5	20	13	15	20
OPM	12.9%	9.7%	14.8%	15.8%	14.1%	13.4%	6.2%	5.2%	18.4%	12.4%	13.2%	15.1%
지배순이익	44	33	57	69	10	11	6	5	16	11	13	17

자료: GKL, 한화투자증권 리서치센터 추정

일각에서는 중국인 무비자 입국 본격 허용시 제주도 드림타워 카지노 지표 둔화로 이어질 것을 우려하기도 한다. 그러나 우리는 “방한 관광”이 중국 현지에서 하나의 트렌드로 잡히며 제주도 입도 중국인 숫자도 함께 견조한 증가세를 나타낼 것으로 전망한다. 특히 최근 FIT 여행의 트렌드가 “현지인처럼”인 점을 감안하면 서울 중심의 관광보다는 내국인에게 인기있는 주요 관광지로까지 수요가 퍼질 가능성이 높다.

결국 수단 불문 중국인 관광객의 무비자 입국 본격 허용시 외국인카지노 3사에 대한 바스켓 매수 대응이 유효하다는 판단이다. 3사가 가진 특징이 각기 다른데, 롯데관광개발의 드림타워 카지노는 이미 락인된 중국인 VIP 및 Premium Mass 기반으로 안정적인 수익을 기록하는 가운데 지속적인 매출 확장을 통한 레버리지 효과를 기대할 수 있다. 파라다이스의 경우 인천 공항에 인접한 파라다이스시티 리조트 및 기존 마케팅 역량을 활용해 강한 모객이 가능할 것으로 전망된다. 파라다이스의 경우 일본인 손님만으로 '19년 수준을 크게 상회하는 호실적을 기록 중인데 중국인 입국이 본격화됐을 경우 강한 실적 성장이 기대된다. GKL은 호텔 콤플렉스에서 경쟁사들 대비 상대적으로 열위에 있고, 최근까지도 실적이 상대적으로 부진하다. 다만 그만큼 단체관광객 등 중국인 Mass 유입 시 강한 실적 바운스를 기대할 수 있다.

[표10] 롯데관광개발 카지노 주요 지표 및 실적 추정

(단위: 명, 십억원, %)

	2023	2024	2025E	2026E	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25E	3Q25E	4Q25E
주요 가정												
방문객	266,869	383,073	634,861	804,140	79,252	86,673	107,533	109,615	109,631	148,475	185,594	191,162
드롭액	1,445	1,724	2,864	3,743	385	410	476	454	482	669	844	869
객당 드롭	5.4	4.5	4.5	4.7	4.9	4.7	4.4	4.1	4.4	4.5	4.5	4.5
홀드율	10.6%	17.1%	16.6%	16.4%	18.2%	16.2%	17.7%	16.3%	17.5%	16.5%	16.8%	15.9%
실적 추정												
매출액	314	471	633	739	106	116	139	110	122	156	188	168
카지노	152	295	475	613	70	67	84	74	85	110	142	139
호텔	93	86	61	23	17	23	26	19	14	18	16	12
여행	61	84	91	96	18	25	27	15	22	26	28	16
기타	7	7	6	7	1	2	2	2	1	2	2	2
영업비용	374	432	531	607	97	110	117	108	109	129	152	141
영업이익	-61	39	103	132	9	6	22	2	13	27	36	27
OPM	-19.3%	8.3%	16.2%	17.9%	8.3%	5.1%	15.9%	2.0%	10.7%	17.4%	19.0%	16.1%
지배순이익	-202	-117	-44	1	-38	-2	-29	-47	-24	-12	-2	-7

자료: 롯데관광개발, 한화투자증권 리서치센터 추정

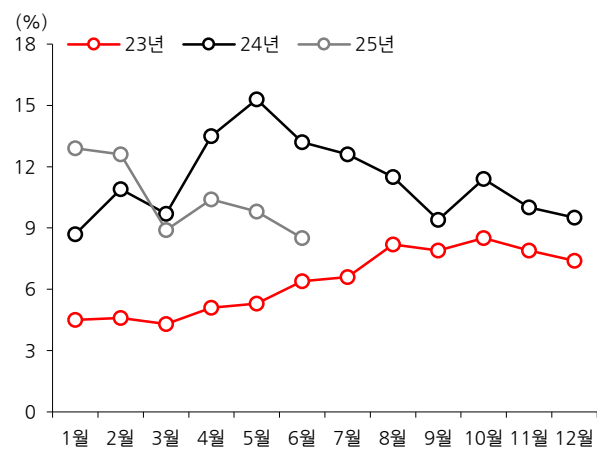
>> 백화점 - 주춤한 외국인 매출비중 다시금 확대 전망

최근 주춤한
외국인 매출 비중

4Q24 이후 백화점의 외국인 매출 비중은 전년대비 1%p 내외로 증가를 하는 모습을 보였다. 24년 엔저의 수혜를 보며 외국인 매출 비중의 증가를 경험했던 일본 백화점의 사례가 원저 효과에 따라 우리나라 백화점에서 재현된 것이라고 판단된다. 인바운드 성수기 구간에 접어들면서 원저 효과가 본격화되어 기저가 높아지는 4Q25 이전까지는 외국인 매출 비중 모멘텀이 살아있을 것으로 기대했다. 하지만 4월 이후 외국인 매출 증가 모멘텀이 소강상태로 접어드는 모습을 시현했다.

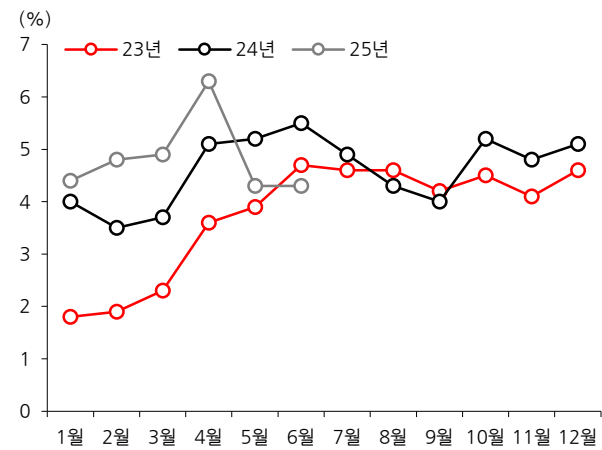
4월이후 원/달러 환율이 강세로 접어들면서 원저에 따른 한국의 가격 메리트가 상당부분 약화되었기 때문이라고 판단된다. 최근 일본 백화점 역시 외국인 매출 비중이 역성장하고 있는 데, 역성장 시점이 엔화의 강세 전환 시점과 맞닿아 있다.

[그림53] 일본 백화점 외국인 비중 추이



자료: 일본백화점협회, 한화투자증권 리서치센터

[그림54] 한국 백화점 외국인 비중 추이



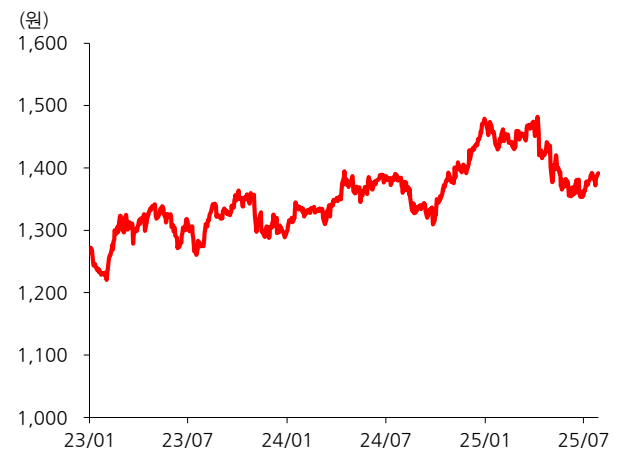
자료: 업계 자료, 한화투자증권 리서치센터

[그림55] 엔/달러 환율



자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

[그림56] 원/달러 환율



자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

중국 대비 가격 경쟁력 여전히 우위

현 시점에서 주요 럭셔리 리테일 가격을 한중일로 비교해보았다. 중국인들이 주로 선호한다고 알려진 루이비통의 경우 한국과 일본의 럭셔리 리테일 가격은 유사한 수준을 보이고 있으며, 중국 대비로는 약 5~10% 내외 저렴한 것을 확인할 수 있다. 원화와 엔화의 약세에 따른 가격 차별화는 상당부분 해소된 것이 사실이지만, 여전히 중국 대비로는 가격 메리트가 있는 상황이 지속되고 있다. 여기에 텍스리펜(우리나라 약 9%, 일본 약 7%)까지 감안하면, 가격 차이는 약 15~20% 내외로 벌어지게 된다.

[표11] 주요 럭셔리 제품 가격 비교

브랜드	품목	한국	일본	중국	홍콩
루이비통	알마	2,680,000	2,679,050	2,870,904	2,782,026
	한국 대비		0%	7%	4%
	온더고	4,890,000	4,959,309	5,353,848	4,975,547
	한국 대비		1%	9%	2%
	그랑팔레	4,320,000	4,335,561	4,577,928	4,315,707
	한국 대비		0%	6%	0%
	스피디 반돌리에	2,760,000	2,771,078	2,948,496	2,871,194
	한국 대비		0%	7%	4%
	네버풀 인사이드 아웃	4,190,000	4,284,434	-	4,297,874
	한국 대비		2%	-	3%
샤넬	올인	3,500,000	3,589,108	3,685,620	3,441,866
	한국 대비		3%	5%	-2%
	클래식 11.12 백	16,660,000	16,217,453	16,294,320	14,748,305
	한국 대비		-3%	-2%	-11%
	샤넬 25 미디엄 백	9,700,000	9,765,238	9,912,378	9,077,252
구찌	한국 대비		1%	2%	-6%
	보이 샤넬 플랩 백	10,910,000	10,624,170	10,688,298	9,665,757
	한국 대비		-3%	-2%	-11%
	소프트빗 미디엄 탑핸들백	4,100,000	4,192,406	4,655,520	-
	한국 대비		2%	14%	-
디올	GG 엠블럼 라지 토트백	2,830,000	2,873,332	3,452,844	-
	한국 대비		2%	22%	-
	구찌 재키 1961 미디엄백	4,800,000	5,010,436	5,819,400	-
	한국 대비		4%	21%	-
	레이디디올 스몰백	8,400,000	8,552,136	9,311,040	8,916,750
미우미우	한국 대비		2%	11%	6%
	새들백	5,800,000	6,181,707	6,692,310	6,241,725
	한국 대비		7%	15%	8%
	새들 플랩 백팩	4,600,000	4,276,068	5,237,460	4,636,710
	한국 대비		-7%	14%	1%
프라다	아르카디 마테라쎄 나파 가죽백	4,300,000	3,987,898	4,849,500	4,511,876
	한국 대비		-7%	13%	5%
	완더 마테라쎄 나파 가죽 호보백	3,900,000	3,681,137	4,248,162	3,923,370
	한국 대비		-6%	9%	1%
	미우 리가드 선글라스	580,000	582,847	756,522	668,756
보테가베네타	한국 대비		0%	30%	15%
	리나일론 및 가죽 백팩	5,300,000	5,317,198	5,838,798	5,492,718
	한국 대비		0%	10%	4%
	리나일론 베이스볼 캡	890,000	869,157	1,008,696	945,176
	한국 대비		-2%	13%	6%
셀린느	리나일론 재킷	3,450,000	3,374,375	3,840,804	3,602,367
	한국 대비		-2%	11%	4%
	스몰 안디아모	6,710,000	6,544,243	6,886,290	6,223,892
	한국 대비		-2%	3%	-7%
	미니 조디	4,300,000	4,192,406	4,558,530	4,083,872
루이비통	한국 대비		-3%	6%	-5%
	베네토	4,850,000	4,908,182	5,218,062	4,904,213
	한국 대비		1%	8%	1%
	미디엄 버킷	2,450,000	2,402,964	2,618,730	2,764,193
	한국 대비		-2%	7%	13%
루이비통	틴 서플 클래식 파니에	2,500,000	2,300,711	2,715,720	2,675,025
	한국 대비		-8%	9%	7%

주: 8월 1일 환율 기준, 홍콩은 면세지역, 텍스리펀 고려하지 않아 직접적 비교는 어려움을 고려할 필요 있음

자료: 각 사, 한화투자증권 리서치센터

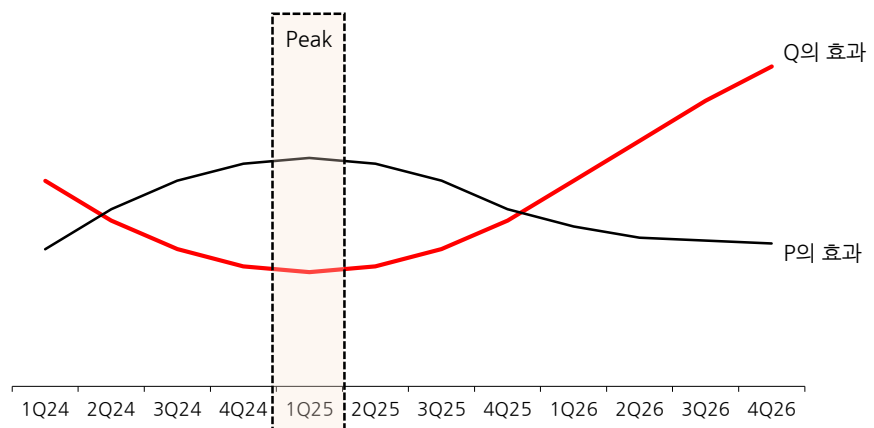
P의 효과는 일시적,
Q의 효과는 항구적

인바운드 관련 여건이 동일하다면, 지난해 4분기부터 원저 모멘텀이 발생했기 때문에 4Q25부터는 외국인 매출이 일본의 사례와 같이 꺾일 수 있는 상황인 것은 분명하다. P의 기저 부담 영향이다.

다만 Q의 효과를 고려하면 외국인 매출 성장 효과가 지속될 수 있을 것으로 전망해볼 수 있겠다. 지난해 12월 비상 계엄의 영향으로 12월부터 1Q25까지 외국인 인바운드가 감소했고, 무비자 정책 시행으로 인해 인바운드 모멘텀 강화될 수 있을 것으로 전망되어 Q의 효과가 극대화될 수 있을 것으로 기대되기 때문이다. 앞서 살펴본 바와 같이 절대적으로 가격 메리트가 유지되고 있는 것도 감안이 필요하겠다.

P의 기저 영향은 1Q26까지로 제한되나, Q의 모멘텀은 지속될 수 있음을 고려할 필요가 있다.

[그림57] 백화점의 외국인 인바운드 P와 Q의 효과



자료: 한화투자증권 리서치센터

2. 에어텔 미포함 시, 수혜업종은 제한적일 수 있어

단체 관광객의
낮은 자유도로 수혜업종
제한적

정부의 무비자 지침이 가이드가 동반된 단체 관광 상품에 국한될 경우, 중국인 단체 관광객 무비자 정책에 따른 수혜업종은 상대적으로 제한적일 수 있을 것으로 전망한다. 앞서 단체 관광 상품과 에어텔 상품의 비교를 통해서 확인한 바와 같이 가이드 포함 단체 관광은 여행 일정이 정해져 있어, 관광객의 자유도가 굉장히 떨어지기 때문이다. 때문에 여행 일정 중 포함되어 있는 업체의 직접적 수혜가 예상된다. 대표적으로 면세점이다.

[표12] 씨트립 4박 5일 한국 단체 관광 여행 상품 일정

1일차		3일차	
08:30	비행 및 호텔 체크인	08:00	고려인삼, 간보호제 전문점
2일차		11:00	한스킨하우스 화장품 매장
09:00	경복궁	13:00	신라면세점, 명동 산책길
10:00	청와대	15:00	신세계면세점
11:00	청계천	16:00	신라아이파크면세점
14:00	서울김치문화체험관	4일차	
15:00	북촌 한옥마을, 동대문	종일	자유시간
		5일차	
		21:30	비행

자료: 씨트립, 한화투자증권 리서치센터

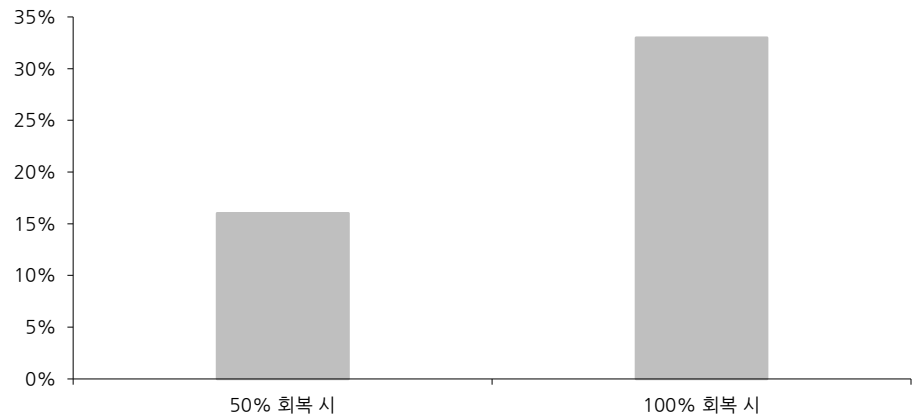
>> 면세점 - 과연 이번엔?

면세점에 대한 기대가 2차례 좌절로 다가왔다. 중국의 리오프닝과 단체관광객 재개 시기 모두 면세점 업황 개선에 대한 기대감이 확대되었으나, 아직까지도 어려움을 겪고 있다. 인바운드 관광객은 빠른 속도로 회복하는 모습을 보였으나, 트렌드에 민감한 MZ 세대 중심의 FIT 관광객이 인바운드를 관광을 주도하다보니, K컬처를 주도하고 있는 소위 올다무(올리브영, 다이소, 무신사)와 더현대서울 등으로 대표되는 백화점, 인디 브랜드의 가두점 등에 비해 면세점의 매력도는 낮았다. 얹친 데 덮친 격으로 원화까지 빠르게 절하되면서 면세품에 대한 관광객의 구매력은 저하될 수 밖에 없었다.

단체 관광객 유입 시,
실적 전망치 상향 전망

달러의 강세는 최근 진정되는 모습이다. 단체 관광객의 유입이 무비자 정책으로 인해 확대될 수 있다면, 면세점의 반전 가능성이 높다. 단체 관광객 유입이 최대치에 달했던 16년~17년의 면세점 중 단체 관광객 매출 비중은 약 30% 수준으로 파악된다. 금번 무비자 정책으로 이중 절반의 매출만 회복된다고 가정하더라도 면세점 산업 성장률은 +16% YoY를 기대해볼 수 있겠다. 온전히 회복이 될 경우의 매출 성장 기대 폭은 +33% YoY이다. 이는 16년 이후 약 10년 간의 물가/환율 상승 등의 효과는 배제된 효과이다.

[그림58] 단체 관광객에 따른 면세점 산업 성장 효과 시나리오



주: 물가/환율 상승 효과 배제

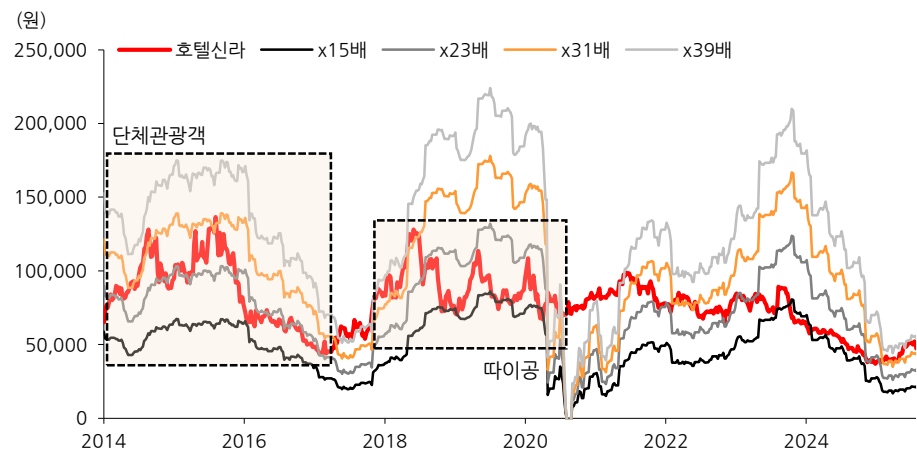
자료: 한화투자증권 리서치센터

밸류에이션의 확대도

단체 관광객 유입이 이번에는 말로 현실화 된다면 면세점 실적 전망치 상향뿐만 아니라 밸류에이션의 확장까지 기대해 볼 수 있겠다. 단체 관광객향 매출 비중 확대는 면세점 업의 본질의 변화를 의미한다. 단체 관광객의 자리를 대신해왔던 파이공은 결국 중간 유통상이다. 이들을 주력 고객으로 한 면세점업의 본질은 중국 유통상의 총판 역할이었다. 무비자 정책의 효과로 관광객의 매출 비중이 확대된다면, 면세점의 업의 본질이 레저 산업으로 변화하게 된다. 레저 산업은 일반적으로 경제 규모가 커질수록 확대되는 산업이다. 이 때문에 중국의 경제 성장의 수혜를 받는 동시에, 콘텐츠의 질적 성장에 따라 구조적으로 성장하는 한국 관광 시장 성장의 수혜를 누릴 수 있게 되는 것이다.

업의 본질의 변화는 자연스럽게 밸류에이션의 리레이팅으로 치환될 수 있을 것이다. 과거 관광객 중심의 시기였던 14~16년, 면세점의 P/E Band는 25배에서 30배 초반에서 형성되었으나, 주력 고객이 파이공으로 변화하면서 면세점의 P/E Band는 15배 ~ 20배에서 형성되었다. 이 같은 디레이팅은 파이공 시장에 대한 여러 우려를 반영한 것이라 판단하는 데, 단체 관광객 비중이 확대된다면 P/E Band의 리레이팅을 충분히 기대해볼 수 있다고 판단한다.

[그림59] 호텔신라 P/E Band



자료: Quantwise, 한화투자증권 리서치센터

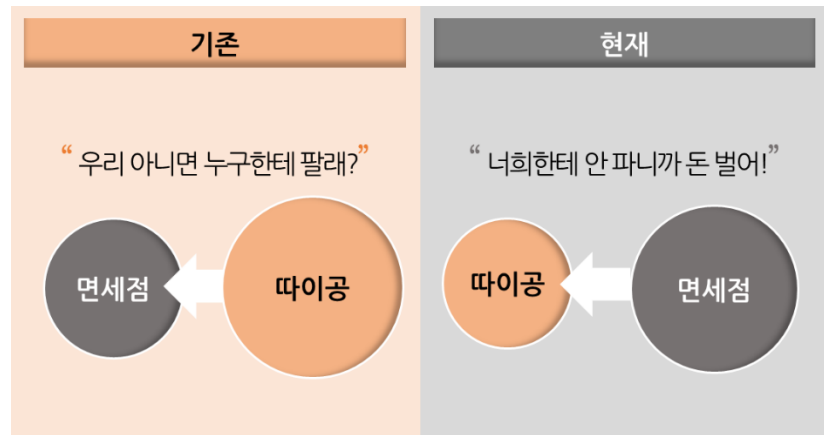
파이공 소싱 여건 개선 중

면세점에 있어 여전히 파이공의 비중은 절대적이다. 1위 사업자인 호텔롯데가 1월부터 대형 파이공 영업을 중단한 상황에서 2~3위권 면세점의 파이공 매출 비중이 50% 내외로 유지되고 있다. 산업 전반에 파이공 매출이 감소한 것으로 추정해볼 수 있겠으며, 면세점 산업의 약세도 이에 기반한다고 판단된다. 면세점의 기초 자체가 최근 양적 확장을 위한 파이공 매출보다는 질적 개선을 위한 관광객 매출을 우선하고 있고, MD 개편도 진행되고 있다. 다만 수익성이 확보되는 파이공 매출에 대해선 면세점들이 팔지 않을 이유는 없다. 파이공 매출 비중을 줄이고자 하는 것 자체가 돈이 안되기 때문이다.

올해 6/18 화장품 데이터를 주목할 필요가 있다. 화장품에 있어서 전반적인 평가가 중국 로컬 브랜드 대비 해외 화장품이 선전했다고 한다. 중국 로컬 브랜드들의 구조조정이 본격화되었기 때문이라고 현지 매체들은 보고 있다. 중국 화장품 소비 역시 반등하고 있다. 파이공들이 국내 면세점에서 소싱을 할 여건이 마련되고 있는 것이다.

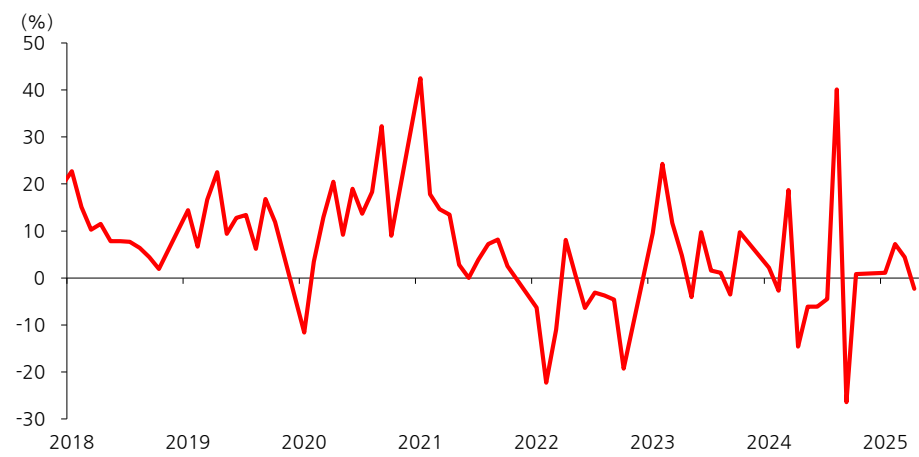
면세점의 파이공 매출 비중 축소 기초 하에서 파이공 매출 반등을 기대하기는 어려울 수도 있지만, 면세점의 파이공향 마진 확대는 충분히 가능한 상황이다. 파이공 입장에서 소싱할 여건들이 마련되는 와중에 소싱을 거래처는 줄어들고 있기 때문이다. 1위 사업자인 호텔롯데가 대형 파이공 영업 중단을 선언한 상황에서 신세계 부산점에 이어 7월 말로 현대면세점 동대문점이 폐점했다. 이에 면세점이 파이공과의 협상을 주도할 확률이 높고, 이는 마진 확대로 연결될 전망이다.

[그림60] 면세점 협상력 변화



자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림61] 중국 화장품 소매 판매 성장률



자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

[표13] 중국 쇼핑행사 FMCG 순위 추이

순위	23년 광군제	24년 6.18	24년 광군제	25년 6.18
1	로레알	프로아	로레알	프로아
2	프로아	로레알	프로아	랑콤
3	랑콤	랑콤	랑콤	로레알
4	에스티로더	에스티로더	에스티로더	에스티로더
5	올레이	라메르	라메르	라메르
6	웨이닝나	스킨수티컬즈	헬레나루빈스타인	스킨수티컬즈
7	라메르	헬레나루빈스타인	스킨수티컬즈	SK2
8	스킨수티컬즈	올레이	SK2	헬레나루빈스타인
9	헬레나루빈스타인	SK2	올레이	CPB
10	겔랑	케라스타즈	웨이닝나	클라랑스
11	클라랑스	웨이닝나	CPB	YSL
12	케라스타즈	CPB	겔랑	웨이닝나
13	SK2	커푸페이	클라랑스	올레이
14	CPB	클라랑스	커푸페이	키엘
15	즈란탕	베이비케어	케라스타즈	쉬세이도
16	시세이도	애타밀	YSL	커푸페이
17	키엘	시세이도	바라바라	라로슈포제
18	YSL	겔랑	키엘	마우거핑
19	애타밀	키엘	시세이도	겔랑
20	라로슈포제	라로슈포제	베이비케어	차이탕

주: 표시한 브랜드가 중국산 브랜드

자료: 티몰, 한화투자증권 리서치센터

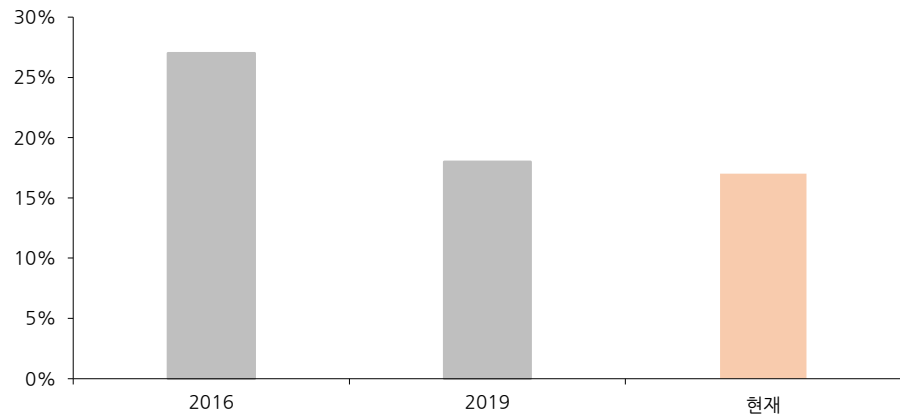
>> 백화점 - 차별화 전망

면세점 긴 백화점 유리

가이드를 포함한 단체 관광객에 대해서만 무비자가 시행된다면, 백화점 외국인 모멘텀은 차별화될 것으로 전망한다. 여행 스케줄 내에 포함이 되어있는 면세점을 끼고 있는 백화점이 트래픽 관점에서 상대적으로 유리할 수 밖에 없기 때문이다. 이에 롯데쇼핑을 주목할 필요가 있겠다. 롯데백화점 메인 점포인 잠실점, 본점, 부산본점이 모두 면세점을 끼고 있는 데, 해당 점포들이 단체 관광으로 면세점에 유입된 트래픽이 자연스럽게 백화점으로 연결되는 효과를 기대해볼 수 있겠다. 신세계는 본점, 현대백화점은 무역점 정도가 해당 효과를 누릴 수 있을 것으로 전망되기에 영향도가 차별화될 수 밖에 없다. 단체 관광객 유치에 1위 사업자인 롯데면세점이 강점을 지니고 있다는 점도 고려해볼 필요가 있겠다.

실제 롯데 본점의 경우 아직까지도 외국인 매출 비중이 17% 수준으로 16년의 외국인 매출 비중인 20% 후반대를 회복하고 있지 못하다. 이는 16년 대비 내수 매출 규모 확대도 영향이 있겠지만, 면세점을 통해 유입되던 단체 관광객 트래픽의 효과가 아직까지도 회복되지 못한 영향에 기인한다고 추정된다.

[그림62] 롯데쇼핑 외국인 매출 비중 추이



자료: 롯데쇼핑, 한화투자증권 리서치센터

[표 14] 백화점 매출 순위와 면세점 현황

순위	점포	매출(억 원)	면세점 유무
1	신세계 강남점	32,325	X
2	롯데 잠실점	30,471	O
3	신세계 센텀시티점	20,619	X
4	롯데 본점	20,534	O
5	현대 판교점	17,314	X
6	신세계 대구점	15,460	X
7	현대 무역센터점	12,665	X
8	현대 본점	12,016	X
9	더현대 서울	11,994	X
10	신세계 본점	11,921	O
11	롯데 부산 본점	11,847	O
12	갤러리아 명품관	11,725	X

주: 2024년 기준

자료: 언론자료, 한화투자증권 리서치센터

롯데쇼핑도 면세점과의 시너지를 창출하고자 준비 중에 있다. 롯데백화점 본점은 지난 7월 9층 매장에 K패션 전문관인 키네틱 그라운드를 오픈하였다. 해당 매장에는 마르디 메크르디, 마뽕킴, 더바넷, 드파운드 등 K패션 브랜드들이 입점하였다. 주목할 것은 면세점이 입점해 있는 9층에 K패션 전문관을 위치시킨 것이다. 면세점으로 유입되는 외국인 트래픽을 충분히 활용하겠다는 전략임을 드러난다. 동사는 면세점이 입점해 있는 또 다른 메인 점포인 잠실점과 부산본점에서도 키네틱 그라운드를 준비 중에 있다.

[illegible]

V. 투자전략

인바운드 기업에 관심이
필요한 시기

당사는 중국인 단체 관광객 무비자 정책을 앞두고 인바운드 관련 기업에 대한 관심을 가질 필요가 있다고 판단한다.

관건은 무비자 정책의 범위에 있을 것이다. 무비자 정책의 범위가 에어텔까지 확대될 경우, FIT, PKG 관광객의 한국향 인바운드 증가 모멘텀이 전방위적으로 확대될 수 있을 것으로 전망하며, 이에 인바운드 기업에 대한 전방위적 비중 확대가 필요하겠다.

카지노는 중국인 관광객 입국 본격화시 강한 실적 레버리지 효과가 기대된다. 제주도 무비자 입국이나 일본인 VIP를 통해 이미 견조한 실적을 보여주고 있으며, 중국인 손님 확대시 강한 실적 성장이 기대된다.

백화점의 수혜도 기대 요인이다. 원화 강세 전환에 따라 외국인 매출 비중이 최근 부침을 겪고 있으나, 환의 변동이 없다고 가정할 때 1Q25를 정점으로 환에 대한 부담은 사라지고 인바운드 관광객 모멘텀 확대만이 남게 되며 외국인 매출 비중의 재차 상승이 나타날 수 있겠다. 백화점 간 차별화는 크지 않다.

무비자 정책이 가이드를 포함한 단체 관광객에게만 적용될 경우는 유의가 필요하다. 자유도가 떨어지는 단체 관광객의 특성상 인바운드 확대에 따른 수혜의 정도가 차별화될 수 있기 때문이다. 여행 일정에 포함되어 있어 자연스럽게 트래픽이 확대될 수 있는 면세점의 수혜가 전망된다.

백화점도 차별화가 전망되는 데, 메인점포 3곳이 면세점을 끼고 있는 롯데쇼핑의 경쟁사 대비 상대적 수혜 강도가 크겠다.

우선은 가이드 포함된 단체
관광객만 고려,
범위 확인 후 전방위적
비중확대 추천

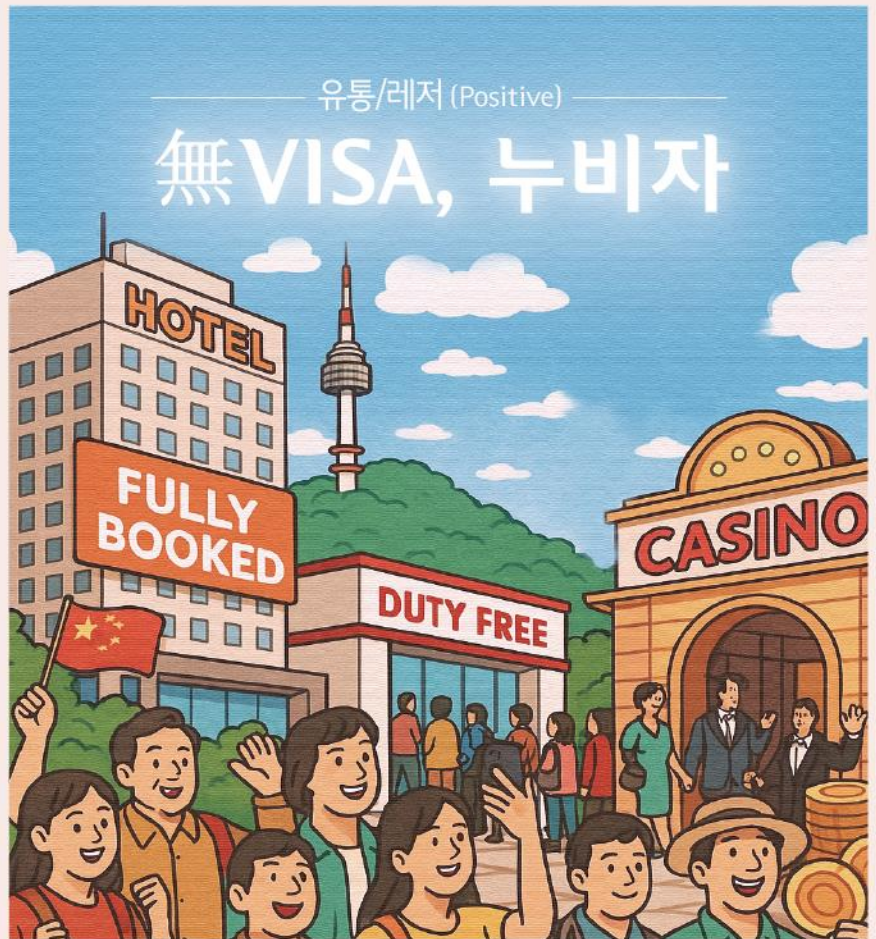
현 시점에서는 무비자 정책의 범위를 알기 어렵다. 따라서 우선은 가이드가 포함된 단체 관광객에 대해서만 무비자 정책이 풀린다는 보수적인 가정 하에서 면세점과 롯데쇼핑의 비중을 확대한 이후, 에어텔까지 확대될 경우 카지노 등 전방위적 인바운드 관련주에 대한 비중을 확대하는 전략이 유효하다고 판단된다.

아직은 조심스러운 구간이기는 하나 면세점 내에서는 호텔신라를 선호한다. 무비자 범위에 따라 백화점의 차별화 가능성이 있기에 면세점 비중이 높은 업체가 선호되는 구간이다. 범위와는 무관하게 호텔업의 수혜가 나타날 수 있다는 점도 기대 요인이다. 서울 호텔의 공급 부족 현상은 지속될 수 밖에 없을 것이며, 단체 관광객 수요 확대에 따라 서울 호텔의 가치 상승과 경기/인천 등 지역으로의 파급 효과가 나타날 전망이다. 현재는 면세점 호황기인 16년과 19년과는 달리 호텔에 대한 가치를 인정해주고 있다.

백화점은 앞서 언급한 바와 같이 롯데쇼핑의 차별화를 전망한다. 롯데쇼핑을 유통업종 최선호주 의견을 유지하겠다. 백화점 외 대형마트 구조조정, 해외사업 확장 등이 투자포인트이다.

카지노는 지속해서 롯데관광개발을 최선호주로 제시한다. 다만 비중의 차이는 필요하겠으나 외인카지노 3사에 대한 바스켓 매수 대응이 유효하다는 판단이다. 3사가 가진 특징이 각기 다르다.

롯데관광개발의 드림타워 카지노는 이미 락인된 중국인 VIP 및 Premium Mass 기반으로 안정적인 수익을 기록하는 가운데 지속적인 매출 확장을 통한 레버리지 효과를 기대할 수 있다. 파라다이스의 경우 인천 공항에 인접한 파라다이스시티 리조트 및 기존 마케팅 역량을 활용해 강한 모객이 가능할 것으로 전망된다. 파라다이스의 경우 일본인 손님만으로 '19년 수준을 크게 상회하는 호실적을 기록 중인데 중국인 입국이 본격화됐을 경우 강한 실적 성장이 기대된다. GKL은 호텔 콤플렉스에서 경쟁사들 대비 상대적으로 열위에 있고, 최근까지도 실적이 상대적으로 부진하다. 다만 그만큼 단체관광객 등 중국인 Mass 유입시 강한 실적 바운스를 기대할 수 있다.



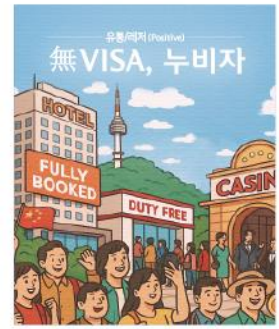
VI.

기업분석

1. 롯데쇼핑 (023530)
2. 호텔신라 (008770)
3. 롯데관광개발 (032350)
4. 파라다이스 (034230)
5. GKL(114090)

롯데쇼핑 (023530)

무비자, 이러나 저러나 호재



▶ Analyst 이진협 jinhyeob.lee@hanwha.com 3772-7638

Buy (유지)

목표주가(유지): 110,000원

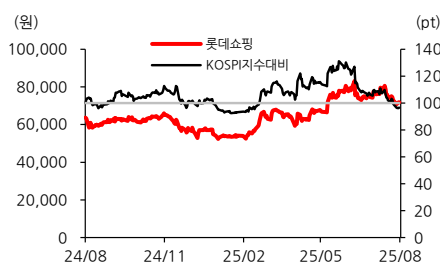
현재 주가(8/1)	70,500원
상승여력	▲56.0%
시가총액	19,944억원
발행주식수	28,289천주
52 주 최고가 / 최저가	83,100 / 52,300원
90 일 일평균 거래대금	70.78억원
외국인 지분율	9.4%
주주 구성	
롯데지주 (외 31 인)	60.1%
국민연금공단 (외 1 인)	9.1%
자사주 (외 1 인)	0.1%

주가수익률(%)	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	-9.0	4.0	30.6	10.7
상대수익률(KOSPI)	-10.0	-18.0	6.6	-1.6

(단위: 십억 원, 원, %, 배)

재무정보	2023	2024	2025E	2026E
매출액	14,556	13,987	13,994	14,422
영업이익	508	473	616	697
EBITDA	1,682	1,589	1,685	1,778
지배주주순이익	174	-968	215	314
EPS	6,165	-34,219	7,609	11,104
순차입금	11,359	11,862	11,536	11,217
PER	12.2	-1.6	9.4	6.5
PBR	0.2	0.1	0.1	0.1
EV/EBITDA	8.0	8.4	8.1	7.5
배당수익률	5.1	7.0	5.3	5.6
ROE	1.8	-7.7	1.4	2.0

주가 추이



무비자, 이러나 저러나 호재

정부의 중국인 단체 관광객 무비자 정책의 구체적 지침이 아직까지는 나오지 않은 상황이다. 관건은 에어텔에 대한 무비자 허용 여부와 판단된다. 에어텔에도 무비자가 적용이 된다면, FIT 관광객의 에어텔 수요가 높아지고, 비자를 요구하는 타 국가 대비 한국 여행에 대한 선호도가 고취되면서 인바운드 모멘텀이 확대될 것으로 전망한다. 원/달러 환율 하향 안정화로 한국의 가격 모멘텀이 일부 축소되었지만, 인바운드 관광객 증가가 확대되면서 백화점의 외국인 매출 비중 증가를 기대해 볼 수 있을 전망이다. 환율 하락에도 여전히 중국 대비 한국의 럭셔리 리테일 가격 우위는 약 10% 수준이 지켜지고 있다. 가이드 포함 단체 관광객에 대해서만 무비자가 허용될 경우, 동사의 외국인 매출 증가 모멘텀이 차별화될 전망이다. 동사의 메인 점포 3곳(잠실점, 본점, 부산본점)이 면세점을 끼고 있어, 면세점을 통해 유입되는 트래픽 증가를 백화점 매출로 치환할 수 있기 때문이다. 경쟁사들은 메인점포 중 1곳에서만 면세점을 끼고 있다. 롯데 본점의 현 시점 외국인 매출 비중은 약 17% 수준이다. 외국인 인바운드 회복에도 아직까지 단체 관광객이 유입되던 16년(외국인 매출 비중 27%) 수준을 회복하지 못했다. 그만큼 업사이드가 열려있다는 것이다.

할인점, 해외 사업도 투자 포인트

홈플러스 기업회생에 따른 동사의 대형마트 사업 수혜도 기대된다. 현재 홈플러스는 인가 전 M&A 단계에 있어 M&A 결과에 따른 불확실성이 확대된 상황이나, 폐점이 확정된 9개점은 순차적으로 폐점되고 있으며 22개점에 대해서 홈플러스가 계약해지한 것으로 파악되어 구조조정은 지속되고 있다. 동사의 해외 사업도 중장기적으로 가시성이 높은 성장 모멘텀이다. 동사는 30년까지 해외사업 확장을 통해 3조원의 매출을 목표로 하고 있다. 해외사업은 피어그룹 대비 밸류에이션 프리미엄 요소임이 분명하다.

투자의견 BUY, 목표주가 11만원 유지

롯데쇼핑에 대해 투자의견 BUY와 목표주가 11만원을 유지한다. 당사 유통업종 최선호주 의견도 유지하겠다.

[표15] 롯데쇼핑 실적 테이블

(단위: 십억 원)

	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25E	3Q25E	4Q25E	2024	2025E	2026E
매출액	3,513	3,428	3,568	3,477	3,457	3,427	3,586	3,524	13,987	13,994	14,422
YoY	-1.4%	-5.4%	-4.6%	-4.3%	-1.6%	0.0%	0.5%	1.4%	-3.9%	0.1%	3.1%
백화점	816	836	755	912	806	846	778	940	3,319	3,371	3,442
국내 백화점	786	808	729	880	775	816	751	906	3,204	3,249	3,314
할인점	1,483	1,319	1,442	1,333	1,487	1,332	1,469	1,377	5,576	5,665	5,958
국내 할인점	1,054	967	1,095	963	1,018	948	1,084	958	4,080	4,008	4,113
하이마트	537	589	686	556	553	607	693	573	2,368	2,426	2,474
수퍼	341	342	347	315	317	325	330	300	1,344	1,272	1,265
홈쇼핑	228	232	208	257	228	235	210	260	925	932	941
컬처웍스	115	114	131	92	86	108	124	87	452	406	426
기타	-11	-22	-15	-11	-13	-26	-18	-13	-59	-70	-84
영업이익	115	56	155	147	148	67	170	230	473	616	697
YoY	1.7%	10.0%	9.2%	-27.3%	29.0%	19.4%	10.0%	56.5%	-6.9%	30.2%	13.2%
백화점	90	59	71	180	130	73	96	232	400	532	548
국내 백화점	92	60	73	181	128	70	94	229	406	520	535
할인점	43	-16	45	-7	28	-34	30	-7	65	18	48
국내 할인점	25	-26	31	-18	7	-46	17	-21	13	-43	-25
하이마트	-16	3	31	-16	-11	6	34	0	2	29	40
수퍼	12	13	12	-8	3	8	8	-5	29	13	18
홈쇼핑	10	16	10	14	12	19	5	17	50	53	63
컬처웍스	1	6	9	-16	-10	0	2	-2	0	-9	-4
기타	-25	-25	-23	0	-4	-5	-5	-5	-73	-19	-16
영업이익률	3.3%	1.6%	4.3%	4.2%	4.3%	2.0%	4.8%	6.5%	3.4%	4.4%	4.8%
백화점	11.1%	7.0%	9.4%	19.7%	16.1%	8.7%	12.4%	24.7%	12.0%	15.8%	15.9%
국내 백화점	11.7%	7.4%	10.0%	20.6%	16.5%	8.6%	12.5%	25.2%	12.7%	16.0%	16.1%
할인점	2.9%	-1.2%	3.1%	-0.5%	1.9%	-2.5%	2.0%	-0.5%	1.2%	0.3%	0.8%
국내 할인점	2.4%	-2.7%	2.8%	-1.8%	0.7%	-4.8%	1.5%	-2.2%	0.3%	-1.1%	-0.6%
수퍼	3.5%	3.7%	3.5%	-2.5%	1.0%	2.3%	2.3%	-1.8%	2.2%	1.0%	1.4%

자료: 롯데쇼핑, 한화투자증권 리서치센터

[재무제표]

손익계산서 (단위: 십억 원)					
12 월 결산	2022	2023	2024	2025E	2026E
매출액	15,476	14,556	13,987	13,994	14,422
매출총이익	6,813	6,775	6,735	6,640	6,928
영업이익	386	508	473	616	697
EBITDA	1,611	1,682	1,589	1,685	1,778
순이자손익	-365	-413	-455	-443	-434
외화관련손익	-53	-20	-177	-3	0
지분법손익	-2	89	97	135	155
세전계속사업손익	-567	184	-1,021	310	419
당기순이익	-319	169	-994	217	314
지배주주순이익	-325	174	-968	215	314
증가율(%)					
매출액	-44.9	-5.9	-3.9	0.1	3.1
영업이익	-67.5	31.6	-6.9	30.2	13.2
EBITDA	-22.8	4.4	-5.5	6.0	5.5
순이익	적전	흑전	적전	흑전	44.6
이익률(%)					
매출총이익률	44.0	46.5	48.2	47.4	48.0
영업이익률	2.5	3.5	3.4	4.4	4.8
EBITDA 이익률	10.4	11.6	11.4	12.0	12.3
세전이익률	-3.7	1.3	-7.3	2.2	2.9
순이익률	-2.1	1.2	-7.1	1.6	2.2

현금흐름표 (단위: 십억 원)					
12 월 결산	2022	2023	2024	2025E	2026E
영업현금흐름	1,628	1,640	1,588	1,179	1,249
당기순이익	-319	169	-994	217	314
자산상각비	1,225	1,174	1,116	1,069	1,080
운전자본증감	-98	-137	-115	-114	10
매출채권 감소(증가)	-122	-106	55	90	-24
재고자산 감소(증가)	18	117	-69	-56	-52
매입채무 증가(감소)	5	-24	-8	139	102
투자현금흐름	-623	-199	-1,068	-745	-823
유형자산처분(취득)	-550	-723	-880	-845	-937
무형자산 감소(증가)	-16	-46	-21	-35	-40
투자자산 감소(증가)	515	326	-39	-9	0
재무현금흐름	-1,599	-1,651	-498	-421	-307
차입금의 증가(감소)	-992	-967	60	-341	-200
자본의 증가(감소)	-148	-150	-143	-107	-107
배당금의 지급	-148	-150	-143	-107	-107
총현금흐름	1,752	1,734	1,714	1,304	1,239
(-)운전자본증가(감소)	20	-208	398	239	-10
(-)설비투자	556	816	906	846	937
(+)자산매각	-9	47	5	-34	-40
Free Cash Flow	1,166	1,174	415	185	272
(-)기타투자	651	102	-155	-268	-155
잉여현금	515	1,072	570	453	426
NOPLAT	280	468	343	432	523
(+) Dep	1,225	1,174	1,116	1,069	1,080
(-)운전자본투자	20	-208	398	239	-10
(-)Capex	556	816	906	846	937
OpFCF	929	1,034	155	416	675

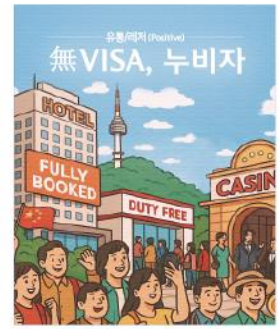
주: IFRS 연결 기준

재무상태표 (단위: 십억 원)					
12 월 결산	2022	2023	2024	2025E	2026E
유동자산	6,180	5,564	5,517	5,717	5,929
현금성자산	3,473	2,991	2,963	2,970	3,089
매출채권	789	993	724	734	758
재고자산	1,386	1,269	1,540	1,593	1,645
비유동자산	25,524	25,081	33,486	33,104	33,001
투자자산	10,058	8,915	8,428	8,304	8,304
유형자산	14,325	15,007	24,306	24,071	23,986
무형자산	1,141	1,159	752	729	710
자산총계	31,704	30,645	39,003	38,821	38,930
유동부채	10,623	10,903	9,836	9,971	9,873
매입채무	3,151	3,355	3,127	3,145	3,248
유동성이자부채	5,657	5,863	5,213	5,393	5,193
비유동부채	10,046	8,905	12,133	11,651	11,651
비유동이자부채	9,563	8,487	9,612	9,112	9,112
부채총계	20,668	19,808	21,969	21,622	21,524
자본금	141	141	141	141	141
자본잉여금	3,574	3,574	3,574	3,574	3,574
이익잉여금	8,641	8,630	7,498	7,605	7,811
자본조정	-2,789	-2,852	4,291	4,142	4,142
자기주식	-4	-4	-4	-4	-4
자본총계	11,035	10,836	17,034	17,199	17,406

주요지표 (단위: 원, 배)					
12 월 결산	2022	2023	2024	2025E	2026E
주당지표					
EPS	-11,473	6,165	-34,219	7,609	11,104
BPS	338,214	335,593	548,061	546,586	553,886
DPS	3,300	3,800	3,800	3,800	4,000
CFPS	61,925	61,293	60,578	46,088	43,814
ROA(%)	-1.0	0.6	-2.8	0.6	0.8
ROE(%)	-3.3	1.8	-7.7	1.4	2.0
ROIC(%)	1.3	2.3	1.5	1.6	2.0
Multiples(x, %)					
PER	-7.9	12.2	-1.6	9.3	6.3
PBR	0.3	0.2	0.1	0.1	0.1
PSR	0.2	0.1	0.1	0.1	0.1
PCR	1.5	1.2	0.9	1.5	1.6
EV/EBITDA	8.9	8.0	8.4	8.0	7.4
배당수익률	3.6	5.1	7.0	5.4	5.7
안정성(%)					
부채비율	187.3	182.8	129.0	125.7	123.7
Net debt/Equity	106.5	104.8	69.6	67.1	64.4
Net debt/EBITDA	729.2	675.3	746.4	684.7	631.0
유동비율	58.2	51.0	56.1	57.3	60.1
이자보상배율(배)	0.8	0.9	0.8	1.0	1.2
자산구조(%)					
투자자본	60.5	62.9	70.3	70.4	70.1
현금+투자자산	39.5	37.1	29.7	29.6	29.9
자본구조(%)					
차입금	58.0	57.0	46.5	45.8	45.1
자기자본	42.0	43.0	53.5	54.2	54.9

호텔신라 (008770)

무비자 정책, 이번에는 진짜?



▶ Analyst 이진협 jinhyeob.lee@hanwha.com 3772-7638

Buy (상향)

목표주가(상향): 58,000원

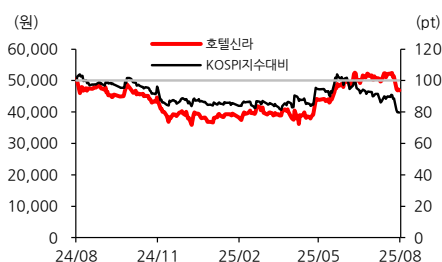
현재 주가(8/1)	45,800원
상승여력	▲26.6%
시가총액	17,976억원
발행주식수	39,248천주
52 주 최고가 / 최저가	52,500 / 35,900원
90 일 일평균 거래대금	126.65억원
외국인 지분율	11.8%
주주 구성	
삼성생명보험 (외 6인)	17.3%
국민연금공단 (외 1인)	7.0%
자사주 (외 1인)	5.4%

주가수익률(%)	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	-9.1	4.2	19.6	-9.1
상대수익률(KOSPI)	-10.1	-17.8	-4.3	-21.4

(단위: 십억 원, 원, %, 배)

재무정보	2023	2024	2025E	2026E
매출액	3,568	3,948	4,244	4,860
영업이익	91	-5	67	217
EBITDA	219	127	201	342
지배주주순이익	86	-62	21	137
EPS	2,186	-1,567	554	3,691
순차입금	1,152	1,241	1,148	988
PER	29.9	-23.5	84.7	12.7
PBR	4.3	1.1	1.4	1.3
EV/EBITDA	17.2	21.3	15.0	8.4
배당수익률	0.3	n/a	0.4	0.4
ROE	15.0	-6.5	1.6	10.0

주가 추이



이번에는 진짜?

면세점에 대해 시장의 기대는 두 번 무너졌다. 중국의 리오프닝 시기와 중국 정부의 한국행 단체 관광 허용에도 불구하고 기대했던 면세점 업황 개선은 요원했다. 이번엔 중국인 단체 관광객에 대한 무비자 정책 시행을 앞두고 있다. 앞선 단체 관광 허용에도 기대 대비 단체 관광객이 회복되지 못했던 주된 원인이 1)비자 발급 업무 포화 2)호텔 공급 부족 3)항공권 회복 지연 등에 있었다고 판단되는 데, 항공권 회복은 충분히 이뤄졌고, 서울 호텔 공급 부족은 지속될 이슈이나, 인천/경기권 호텔을 활용한다면 충분히 해결 가능하다. 결론적으로 금번 무비자 정책으로 인해 비자 발급에 대한 부담이 해소된다면, 지금까지 요원했던 단체 관광객의 회복을 드디어 목도할 수 있을 것으로 기대된다. 마침 원/달러 환율도 하향 안정화되면서 관광객의 면세품 구매력도 높아지고 있는 시점이다. 16년의 단체 관광객 수요가 온전히 회복된다면, 약 30%의 매출 성장 효과가 기대된다. 참고로 이는 물가/환율 상승 효과 등이 제외된 효과이다. 아직까지 면세점 수요의 40~50%를 차지하는 파이공 역시, 중국 소비 회복과 중국 내 해외 화장품 선호도가 높아지면서 재고를 리스토킹할 여건이 마련되고 있는 것도 긍정적이다. 반면 파이공 입장에서 거래처는 줄어들고 있다. 면세점의 기조가 파이공 매출 비중 축소이며, 거래 중단, 폐점 등이 이뤄지고 있기 때문이다. 이에 파이공 매출 증가보다는 마진 확대 가능성이 높다고 판단된다.

단체 관광객 유입 시, 밸류에이션 리레이팅도 기대

단체 관광객 유입으로 매출 증가가 본격화된다면, 실적 전망치 상향뿐만 아니라 밸류에이션의 리레이팅 가능성도 있다. 면세점업의 본질이 현재 중국 유통상의 총판에서 레저 산업으로 변모되기 때문이다. P/E 30배까지는 열릴 수 있겠다. 순수 호텔 사업자 상장에 따른 호텔 밸류에이션 정상화도 긍정적이다.

투자의견 BUY 상향, 목표주가 5.8만원 상향

목표주가 산정 시점 변경으로 목표주가를 5.8만원으로 상향하고, 상승여력에 따라 투자의견도 BUY로 상향한다. 무비자 정책의 성과 확인 후 접근하는 것이 적절하겠으나, 업사이드 리스크를 무시하기도 어려운 구간이기에 비중을 일정부분 확대하는 것이 바람직해보인다.

[표16] 호텔신라 실적 테이블

(단위: 억 원)

	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25P	3Q25E	4Q25E	2024	2025E	2026E
매출액	9,808	10,027	10,162	9,478	9,718	10,254	11,400	11,068	39,475	42,440	48,604
YoY	30.4%	15.7%	0.4%	1.1%	-0.9%	2.3%	12.2%	16.8%	10.6%	7.5%	14.5%
TR	8,307	8,329	8,448	7,735	8,271	8,502	9,597	9,229	32,819	35,598	41,499
시내점	4,003	3,754	3,707	3,110	3,161	3,635	4,020	4,109	14,574	14,925	19,791
공항점	4,304	4,575	4,741	4,625	5,110	4,867	5,577	5,120	18,245	20,674	21,707
호텔&레저	1,501	1,698	1,714	1,743	1,447	1,752	1,803	1,839	6,656	6,842	7,105
영업이익	121	276	-170	-279	-25	87	292	313	-52	666	2,166
YoY	-64.9%	-58.9%	적전	적지	적전	-68.5%	흑전	흑전	적전	흑전	225.1%
TR	59	70	-387	-439	-50	-113	60	135	-697	32	1,452
호텔&레저	62	206	217	160	25	200	232	177	645	634	665
영업이익률	1.2%	2.8%	-1.7%	-2.9%	-0.3%	0.8%	2.6%	2.8%	-0.1%	1.6%	4.5%
TR	0.7%	0.8%	-4.6%	-5.7%	-0.6%	-1.3%	0.6%	1.5%	-2.1%	0.1%	3.5%
호텔&레저	4.1%	12.1%	12.7%	9.2%	1.7%	11.4%	12.8%	9.6%	9.7%	9.3%	9.4%

자료: 한화투자증권 리서치센터

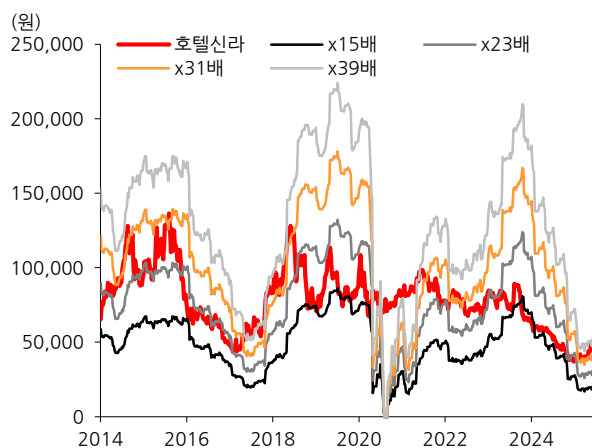
[표17] 호텔신라 P/E 밸류에이션

(단위: 억원, 배, 천주, 원)

	12MF	비고
지배순이익	914	
Target P/E	25	
적정 시가총액	22,838	
발행주식 수(자사주 제외)	39,248	자사주 제외
적정주가	58,188	

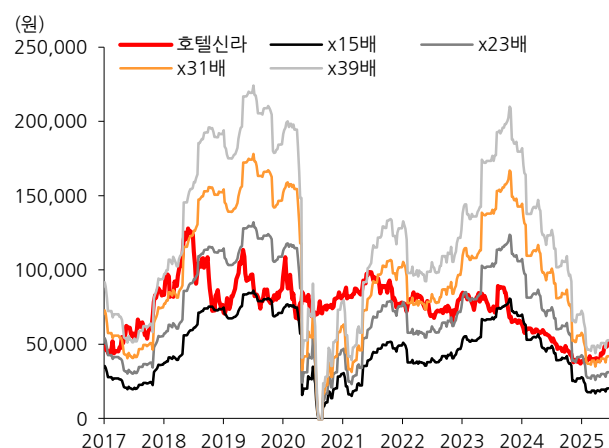
자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림64] 호텔신라 P/E 밴드



자료: Quantwise, 한화투자증권 리서치센터

[그림65] 호텔신라 P/B 밴드



자료: Quantwise, 한화투자증권 리서치센터

[재무제표]

손익계산서

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2022	2023	2024	2025E	2026E
매출액	4,922	3,568	3,948	4,244	4,860
매출총이익	2,761	1,419	1,687	1,925	2,132
영업이익	78	91	-5	67	217
EBITDA	205	219	127	201	342
순이자손익	-30	-23	-33	-32	-29
외화관련손익	-9	-2	-2	-1	0
지분법손익	-15	-3	-36	-2	0
세전계속사업손익	-60	107	-47	38	188
당기순이익	-50	86	-62	21	137
지배주주순이익	-50	86	-62	21	137
증가율(%)					
매출액	69.2	-27.5	10.6	7.5	14.5
영업이익	-43.6	16.4	적전	흑전	225.0
EBITDA	0.9	6.9	-41.9	58.6	69.6
순이익	적전	흑전	적전	흑전	561.4
이익률(%)					
매출총이익률	56.1	39.8	42.7	45.4	43.9
영업이익률	1.6	2.6	-0.1	1.6	4.5
EBITDA 이익률	4.2	6.1	3.2	4.7	7.0
세전이익률	-1.2	3.0	-1.2	0.9	3.9
순이익률	-1.0	2.4	-1.6	0.5	2.8

현금흐름표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2022	2023	2024	2025E	2026E
영업현금흐름	220	243	69	174	227
당기순이익	-50	86	-62	21	137
자산상각비	126	128	132	135	125
운전자본증감	13	12	-98	3	-40
매출채권 감소(증가)	-5	35	-38	-31	-44
재고자산 감소(증가)	71	-67	29	-51	-90
매입채무 증가(감소)	-6	78	-93	113	95
투자현금흐름	-81	-231	-95	-56	-60
유형자산처분(취득)	-54	-53	-74	-66	-60
무형자산 감소(증가)	0	0	1	0	0
투자자산 감소(증가)	-1	3	5	1	0
재무현금흐름	146	-138	-30	-210	-108
차입금의 증가(감소)	179	-93	21	-201	-100
자본의 증가(감소)	-8	-8	-8	0	-8
배당금의 지급	-8	-8	-8	0	-8
총현금흐름	206	213	156	170	267
(-)운전자본증가(감소)	-135	18	95	0	40
(-)설비투자	54	55	74	66	60
(+)자산매각	0	1	1	0	0
Free Cash Flow	286	141	-11	104	167
(-)기타투자	147	151	31	-12	0
잉여현금	139	-10	-42	116	167
NOPLAT	57	73	-4	37	158
(+) Dep	126	128	132	135	125
(-)운전자본투자	-135	18	95	0	40
(-)Capex	54	55	74	66	60
OpFCF	264	128	-40	105	184

주: IFRS 연결 기준

재무상태표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2022	2023	2024	2025E	2026E
유동자산	1,479	1,380	1,411	1,374	1,568
현금성자산	648	448	417	314	373
매출채권	249	270	336	326	370
재고자산	555	630	623	674	764
비유동자산	1,460	1,626	2,403	2,335	2,270
투자자산	832	1,024	844	826	826
유형자산	592	573	1,536	1,492	1,433
무형자산	35	29	23	17	11
자산총계	2,939	3,007	3,814	3,709	3,838
유동부채	1,306	1,188	1,150	1,295	1,289
매입채무	590	677	609	705	799
유동성이자부채	618	417	412	490	390
비유동부채	1,093	1,210	1,380	1,110	1,114
비유동이자부채	1,068	1,183	1,247	972	972
부채총계	2,399	2,398	2,530	2,404	2,403
자본금	200	200	200	200	200
자본잉여금	197	197	206	206	206
이익잉여금	242	304	223	244	374
자본조정	-99	-92	655	655	655
자기주식	-104	-104	-104	-104	-104
자본총계	540	608	1,284	1,305	1,435

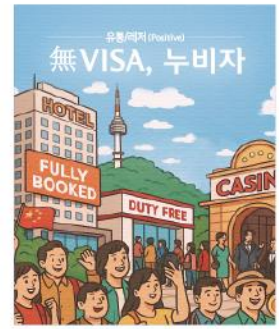
주요지표

(단위: 원, 배)

12 월 결산	2022	2023	2024	2025E	2026E
주당지표					
EPS	-1,283	2,186	-1,567	554	3,691
BPS	13,494	15,212	32,108	32,626	35,865
DPS	200	200	0	200	200
CFPS	5,146	5,323	3,912	4,258	6,676
ROA(%)	-1.8	2.9	-1.8	0.6	3.6
ROE(%)	-9.0	15.0	-6.5	1.6	10.0
ROIC(%)	3.4	4.5	-0.2	1.5	6.5
Multiples(x, %)					
PER	-64.8	29.9	-23.5	82.7	12.4
PBR	6.2	4.3	1.1	1.4	1.3
PSR	0.7	0.7	0.4	0.4	0.4
PCR	16.1	12.3	9.4	10.8	6.9
EV/EBITDA	21.2	17.2	21.3	14.8	8.2
배당수익률	0.2	0.3	n/a	0.4	0.4
안정성(%)					
부채비율	444.4	394.1	197.0	184.2	167.5
Net debt/Equity	192.3	189.4	96.7	88.0	68.9
Net debt/EBITDA	507.0	526.4	977.0	569.9	289.2
유동비율	113.2	116.1	122.7	106.2	121.7
이자보상배율(배)	1.8	1.8	n/a	1.2	4.2
자산구조(%)					
투자자본	51.0	53.9	66.5	68.1	66.7
현금+투자자산	49.0	46.1	33.5	31.9	33.3
자본구조(%)					
차입금	75.7	72.4	56.4	52.8	48.7
자기자본	24.3	27.6	43.6	47.2	51.3

롯데관광개발 (032350)

좋은 숫자를 가장 먼저 확인



▶ Analyst 박수영 suyong.park.0202@hanwha.com 02-3772-7634

Buy (유지)

목표주가(유지): 24,000원

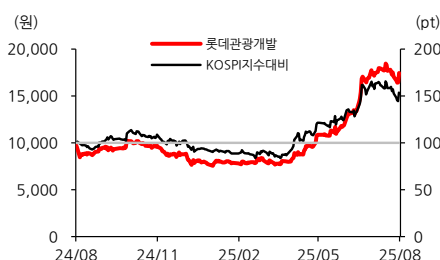
현재 주가(8/1)	16,910원
상승여력	▲41.9%
시가총액	13,450억원
발행주식수	79,539천주
52 주 최고가 / 최저가	18,440 / 7,560원
90 일 일평균 거래대금	112.83억원
외국인 지분율	12.9%
주주 구성	
김기병 (외 5 인)	35.8%
국민연금공단 (외 1 인)	6.8%
브이아이피자산운용 (외 1 인)	6.3%

주가수익률(%)	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	-2.4	55.9	116.5	74.2
상대수익률(KOSPI)	-3.3	33.8	92.6	61.8

(단위: 십억 원, 원, %, 배)

재무정보	2023	2024	2025E	2026E
매출액	314	471	633	739
영업이익	-61	39	103	132
EBITDA	26	124	186	211
지배주주순이익	-202	-117	-44	1
EPS	-2,669	-1,530	-560	9
순차입금	1,290	1,254	1,028	939
PER	-3.5	-5.0	-30.2	1,831.0
PBR	10.3	1.8	3.5	3.5
EV/EBITDA	76.6	14.8	12.8	10.8
배당수익률	n/a	n/a	n/a	n/a
ROE	-132.9	-60.4	-12.0	0.2

주가 추이



연중 내내 카지노 월 실적이 좋습니다. 8월 성수기까지 MoM 성장세는 지속될 전망입니다. 4 분기에도 10월 국경절 연휴가 있습니다. 이미 무비자 입국이 가능한 상황에서 Q 확대시 실적 레버리지 효과를 가장 먼저 확인할 수 있는 회사입니다.

MoM 성장세 지속

방문객 및 드롭액의 MoM 성장세는 8월까지 지속될 전망이다. 마카오의 경우 5~6월 견조한 실적이 유지됐는데, 7월에도 태풍 등 자연재해 이슈에도 불구하고 다양한 콘텐츠가 포함된 이벤트 등으로 좋은 흐름이 이어지 것으로 보인다. 드림타워도 유사한 추이가 나타나고 있다.

동사 드림타워 카지노는 7월 드롭액 2,742억원, 순매출액 434억원, 방문객 56,691명을 기록하며 모든 지표에서 월 최대치를 경신했다. 하계 성수기 진입에 따라 8월까지 MoM 증가세는 지속될 것으로 예상된다. 마카오 카지노도 7월 GGR은 221억파타카를 기록하며 팬데믹 이후 월 최대 GGR을 경신했다. 팬데믹 이전이었던 '19년 7월 GGR의 90% 이상 회복한 모습이다.

9월은 다소 쉬어가는 시기가 될 수 있겠으나 그 사이 중국인의 한국 무비자 입국이 본격 허용된다면 계속해서 견조한 지표 흐름도 기대해도 되겠다. 국경절이 들어있는 10월 숫자도 기대가 크다.

지속해서 업종 내 Top Pick으로 제시

일각에서는 중국인 무비자 입국 본격 허용시 제주도 드림타워 카지노 지표 둔화로 이어질 것을 우려하기도 한다. 그러나 우리는 “방한 관광”이 중국 현지에서 하나의 트렌드로 잡히며 제주도 입도 중국인 숫자도 함께 견조한 증가세를 나타낼 것으로 전망한다. 특히 최근 FIT 여행의 트렌드가 “현지인처럼”인 점을 감안하면 서울 중심의 관광보다는 내국인에게 인기있는 주요 관광지까지 수요가 퍼질 가능성이 높다.

마카오와 지표 동조화가 가장 잘되는 회사일텐데, 지금 당장 무비자 입국이 풀리지 않더라도 가파른 Q 확장에 따른 실적 레버리지 효과를 가장 먼저 확인할 수 있는 회사기도 하다. 지속해서 업종 내 Top Pick으로 제시하며 투자이견 Buy, 목표주가 24,000원을 유지한다.

[표18] 롯데관광개발 목표주가 산출

(단위: 십억원, 천주, 원, 배, %)

	2025E	2026E	비고
EBITDA	186	211	
Target EV/EBITDA		15	'14 마카오 카지노 평균
적정 EV		3,057	
순차입금	1,028	939	
우선주 시가총액			
보통주 적정 시가총액		2,118	
보통주 발행주식수(천주)		86,810	CB 전부 전환 가정
적정주가		24,401	
최종 목표주가		24,000	
현재주가		16,910원	8/1 일 종가 기준
상승여력		41.9%	

자료: 전자공시시스템, Wise Fn, 한화투자증권 리서치센터 추정

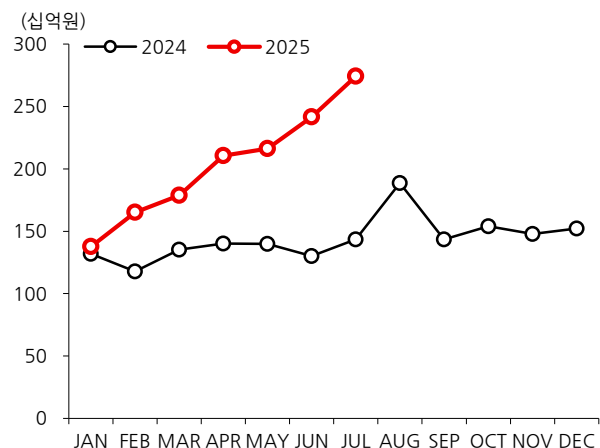
[표19] 롯데관광개발 카지노 주요 지표 및 실적 추정

(단위: 명, 십억원, %)

	2023	2024	2025E	2026E	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25E	3Q25E	4Q25E
주요 가정												
방문객	266,869	383,073	634,861	804,140	79,252	86,673	107,533	109,615	109,631	148,475	185,594	191,162
드롭액	1,445	1,724	2,864	3,743	385	410	476	454	482	669	844	869
객당 드롭	5.4	4.5	4.5	4.7	4.9	4.7	4.4	4.1	4.4	4.5	4.5	4.5
홀드율	10.6%	17.1%	16.6%	16.4%	18.2%	16.2%	17.7%	16.3%	17.5%	16.5%	16.8%	15.9%
실적 추정												
매출액	314	471	633	739	106	116	139	110	122	156	188	168
카지노	152	295	475	613	70	67	84	74	85	110	142	139
호텔	93	86	61	23	17	23	26	19	14	18	16	12
여행	61	84	91	96	18	25	27	15	22	26	28	16
기타	7	7	6	7	1	2	2	2	1	2	2	2
영업비용	374	432	531	607	97	110	117	108	109	129	152	141
영업이익	-61	39	103	132	9	6	22	2	13	27	36	27
OPM	-19.3%	8.3%	16.2%	17.9%	8.3%	5.1%	15.9%	2.0%	10.7%	17.4%	19.0%	16.1%
지배순이익	-202	-117	-44	1	-38	-2	-29	-47	-24	-12	-2	-7

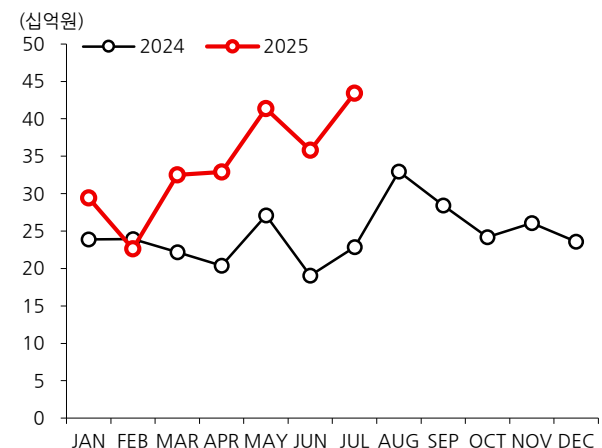
자료: 롯데관광개발, 한화투자증권 리서치센터 추정

[그림66] 제주 드림타워 카지노 월별 드롭액 추이



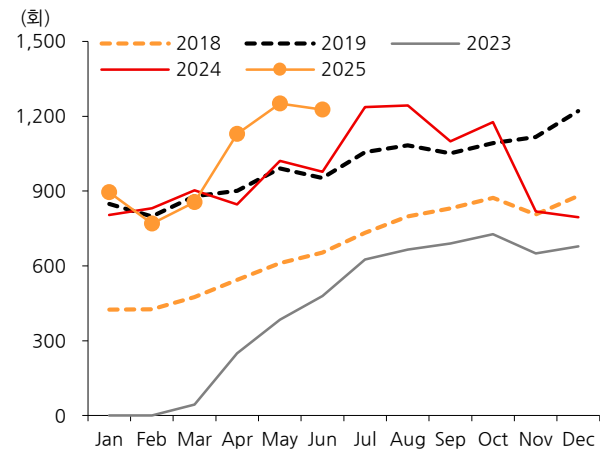
자료: 롯데관광개발, 한화투자증권 리서치센터

[그림67] 제주 드림타워 카지노 월별 순매출액 추이



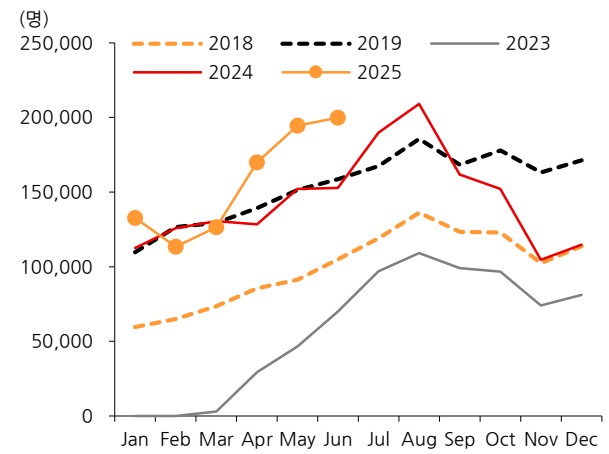
자료: 롯데관광개발, 한화투자증권 리서치센터

[그림68] 제주-중국 본토 직항 항공편 운항 횟수



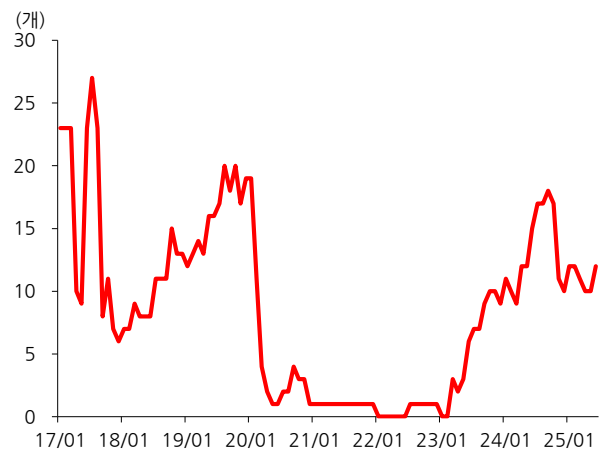
자료: Airportal, 한화투자증권 리서치센터 추정

[그림69] 제주-중국 본토 직항 항공편 이용객 수



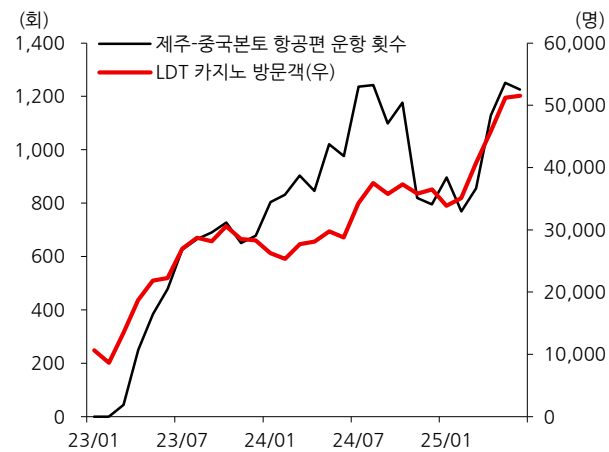
자료: Airportal, 한화투자증권 리서치센터 추정

[그림70] 제주-중국 본토 직항 항공편 연결 도시 수



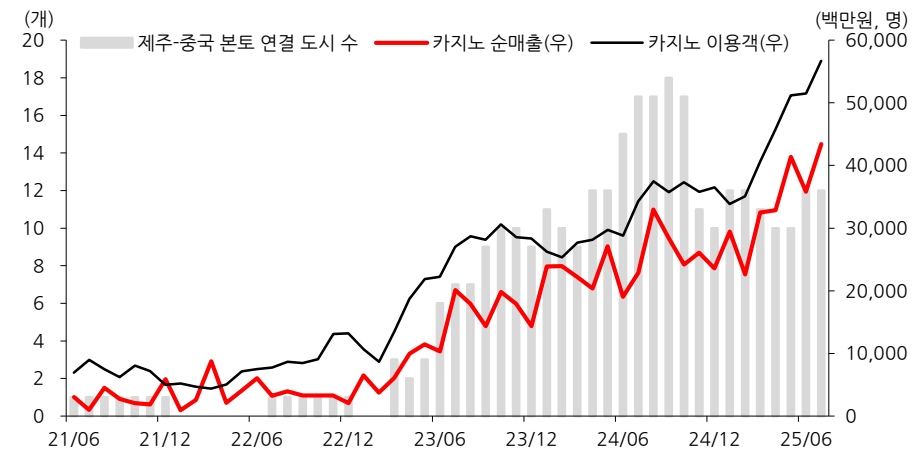
자료: Airportal, 한화투자증권 리서치센터

[그림71] 중국 본토 항공편 운항 횟수 및 LDT 카지노 방문객 수



자료: Airportal, 롯데관광개발, 한화투자증권 리서치센터 추정

[그림72] 중국 본토 항공편 연결 도시 수와 LDT 카지노 순매출액 및 이용객 월별 추이



자료: Airportal, 롯데관광개발, 한화투자증권 리서치센터

[재무제표]

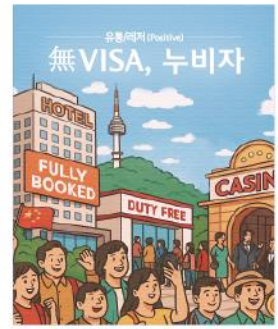
손익계산서 (단위: 십억 원)					
12 월 결산	2022	2023	2024	2025E	2026E
매출액	184	314	471	633	739
매출총이익	184	314	471	633	739
영업이익	-119	-61	39	103	132
EBITDA	-36	26	124	186	211
순이자손익	-92	-113	-151	-137	-118
외화관련손익	-4	-1	-13	0	0
지분법손익	0	1	2	0	0
세전계속사업손익	-224	-213	-123	-45	1
당기순이익	-225	-202	-117	-44	1
지배주주순이익	-225	-202	-117	-44	1
증가율(%)					
매출액	334.0	70.7	50.4	34.4	16.7
영업이익	적지	적지	흑전	163.4	28.7
EBITDA	적전	흑전	374.8	49.8	13.5
순이익	적전	적지	적지	적지	흑전
이익률(%)					
매출총이익률	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
영업이익률	-64.6	-19.3	8.3	16.2	17.9
EBITDA 이익률	-19.5	8.3	26.3	29.3	28.5
세전이익률	-122.0	-68.1	-26.0	-7.1	0.1
순이익률	-122.3	-64.5	-24.7	-7.0	0.1

현금흐름표 (단위: 십억 원)					
12 월 결산	2022	2023	2024	2025E	2026E
영업현금흐름	-63	-13	122	-59	90
당기순이익	-225	-202	-117	-44	1
자산상각비	83	87	85	83	79
운전자본증감	18	39	88	75	26
매출채권 감소(증가)	-5	25	5	1	-1
재고자산 감소(증가)	0	3	-2	-4	-1
매입채무 증가(감소)	3	-29	11	79	25
투자현금흐름	-4	-20	-28	-15	-11
유형자산처분(취득)	-14	-9	-7	-8	-9
무형자산 감소(증가)	-1	-1	-1	-1	-2
투자자산 감소(증가)	6	-15	-19	-13	-2
재무현금흐름	34	38	-83	110	-7
차입금의 증가(감소)	34	38	-83	-31	-7
자본의 증가(감소)	0	0	0	141	0
배당금의 지급	0	0	0	0	0
총현금흐름	-30	33	133	-134	64
(-)운전자본증가(감소)	12	-102	-86	-55	-26
(-)설비투자	14	9	7	8	9
(+)자산매각	-1	-1	-1	-1	-2
Free Cash Flow	-56	125	211	-89	79
(-)기타투자	-35	57	-1	-28	-3
잉여현금	-21	68	212	-61	82
NOPLAT	-86	-44	28	74	125
(+) Dep	83	87	85	83	79
(-)운전자본투자	12	-102	-86	-55	-26
(-)Capex	14	9	7	8	9
OpFCF	-29	136	192	204	221

주: IFRS 연결 기준

재무상태표 (단위: 십억 원)					
12 월 결산	2022	2023	2024	2025E	2026E
유동자산	61	81	114	169	247
현금성자산	38	59	89	138	213
매출채권	11	12	10	14	15
재고자산	7	4	6	10	11
비유동자산	1,742	1,683	2,052	1,990	1,937
투자자산	350	347	316	308	306
유형자산	1,342	1,289	1,690	1,636	1,586
무형자산	49	47	46	46	46
자산총계	1,803	1,764	2,167	2,159	2,184
유동부채	1,027	1,209	610	657	686
매입채무	88	115	191	251	276
유동성이자부채	927	1,007	318	305	305
비유동부채	544	490	1,244	1,088	1,083
비유동이자부채	400	342	1,025	861	847
부채총계	1,571	1,699	1,854	1,745	1,769
자본금	36	38	38	43	43
자본잉여금	601	644	648	783	783
이익잉여금	-768	-973	-1,091	-1,135	-1,134
자본조정	366	360	722	726	726
자기주식	0	0	0	0	0
자본총계	232	66	313	414	415

주요지표 (단위: 원, 배)					
12 월 결산	2022	2023	2024	2025E	2026E
주당지표					
EPS	-3,080	-2,669	-1,530	-560	9
BPS	3,223	913	4,156	4,815	4,824
DPS	0	0	0	0	0
CFPS	-405	429	1,744	-1,698	734
ROA(%)	-14.5	-11.3	-5.9	-2.0	0.0
ROE(%)	-154.2	-132.9	-60.4	-12.0	0.2
ROIC(%)	-6.7	-3.1	2.0	5.0	9.1
Multiples(x, %)					
PER	-4.7	-3.5	-5.0	-30.2	1,831.0
PBR	4.5	10.3	1.8	3.5	3.5
PSR	5.7	2.3	1.2	2.1	2.0
PCR	-35.7	21.8	4.4	-10.0	23.0
EV/EBITDA	-65.1	76.6	14.8	12.8	10.8
배당수익률	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
안정성(%)					
부채비율	678.1	2,590.9	592.1	421.2	426.3
Net debt/Equity	556.3	1,967.1	400.4	248.1	226.2
Net debt/EBITDA	-3,595.8	4,937.8	1,010.8	553.0	445.2
유동비율	6.0	6.7	18.8	25.7	36.0
이자보상배율(배)	n/a	n/a	0.3	0.7	1.1
자산구조(%)					
투자자본	79.4	76.7	79.3	76.1	72.0
현금+투자자산	20.6	23.3	20.7	23.9	28.0
자본구조(%)					
차입금	85.1	95.4	81.1	73.8	73.5
자기자본	14.9	4.6	18.9	26.2	26.5



파라다이스 (034230)

인천으로 입국했는데 파라다이스시티 참아?

▶ Analyst 박수영 suyoung.park.0202@hanwha.com 02-3772-7634

Buy (유지)

목표주가(유지): 24,000원

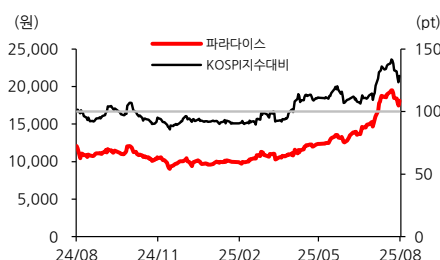
현재 주가(8/1)	17,720원
상승여력	▲35.4%
시가총액	16,207억원
발행주식수	91,461천주
52 주 최고가 / 최저가	19,500 / 9,020원
90 일 일평균 거래대금	111.73억원
외국인 지분율	11.4%
주주 구성	
파라다이스글로벌 (외 7 인)	45.7%
자사주 (외 1 인)	5.3%

주가수익률(%)	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	20.9	43.5	78.8	46.8
상대수익률(KOSPI)	19.9	21.5	54.9	34.5

(단위: 십억 원, 원, %, 배)

재무정보	2023	2024	2025E	2026E
매출액	994	1,072	1,170	1,243
영업이익	146	136	174	191
EBITDA	229	214	250	266
지배주주순이익	63	76	88	94
EPS	682	823	1,021	1,092
순차입금	521	592	585	484
PER	19.5	11.7	17.4	16.2
PBR	0.9	0.5	1.0	0.9
EV/EBITDA	7.6	6.9	8.8	7.9
배당수익률	0.8	1.6	0.8	0.8
ROE	4.5	5.0	5.3	5.4

주가 추이



2분기 실적은 영업이익 기준 시장 컨센서스를 상회했을 것으로 추정됩니다. 최근 마카오 카지노 지표 호조에 더불어 방문 중국인 관광객 증가에 따른 외인 카지노 실적 개선 기대감도 여전히 유효합니다.

2분기 영업이익 컨센서스 상회 추정. 3분기도 호조 전망

동사 2분기 매출액과 영업이익은 각각 2,938억원, 406억원을 기록했을 것으로 추정된다. 영업이익 기준 시장 컨센서스 360억원을 상회했을 것이다. 호텔 ADR 및 OCC 개선에 따른 실적 개선 기여가 컸던 가운데 견조했던 일본인 손님 지표 등도 호실적에 기여했을 것이다. 우리는 3분기에도 동사 실적 호조가 이어질 것으로 전망한다. 통상 일본인 손님의 경우 오봉절 연휴가 들어있는 8월 드롭액이나 방문 지표가 일시적으로 올라온다. 올 3분기에도 8월 오봉절 효과를 확인할 수 있을 전망이다. 한편 아직 시행 전이나 제주도 외 지역에 대해서도 중국인 관광객에 대한 한시적 무비자 입국 허용시 중국인 지표도 3분기부터 빠르게 올라올 것으로 예상되기 때문이다.

마카오 2분기(4월<5월=6월) 반등에 주목

마카오 2분기 GGR 회복세가 돋보인다. 특히 6월에 가까워질수록 회복세에 가속도가 붙는 모습이다. GGR 기준으로 보면 6월 GGR이 5월 대비 낮았으나 코로나 이전과 비교하면 5월 노동절 연휴 효과 이후의 레적으로 나타났던 MoM 감소세가 지난 6월엔 거의 없었다(‘25년 5월 대비 6월 MoM -0.6%). 2분기 GGR로 보면, Mass는 여전히 코로나 이전 대비 높은 흐름을 보이는 가운데 VIP GGR도 ‘19년 같은 기간 수준의 83%까지 올라오는 모습이 확인됐다. 카지노 온기가 마카오에서 먼저 확인되는 가운데 3분기 무비자 정책 허용시 수도권 카지노 사업장에도 중국인 지표 회복에 따른 온기를 확인할 수 있겠다.

투자의견 Buy, 목표주가 24,000원 유지

조만간으로 예상되는 중국인 무비자 입국에 대응한 발빠른 마케팅(ex. 제주공항 파라다이스시티 리조트 광고)이 돋보인다. 이미 견조한 실적에 기여하고 있는 일본인 VIP 숫자에 중국인 고객 숫자까지 더해졌을 때 가파른 실적 성장이 기대된다. 투자의견 Buy, 목표주가 24,000원을 유지한다.

[표20] 파라다이스 목표주가 산출

(단위: 십억원, 천주, 원, 배, %)

	2025E	2026E	비고
지배주주순이익	88	94	
보통주 발행주식수	91,772	91,772	
-자기주식수	5,411	5,411	
EPS	1,021	1,092	
Target P/E		21	마카오 '14년 평균
적정주가		23,419	
최종 목표주가		24,000	
현재주가		17,720	8/1 일 종가
상승여력		35.4%	

자료: 전자공시시스템, Wise Fn, 한화투자증권 리서치센터 추정

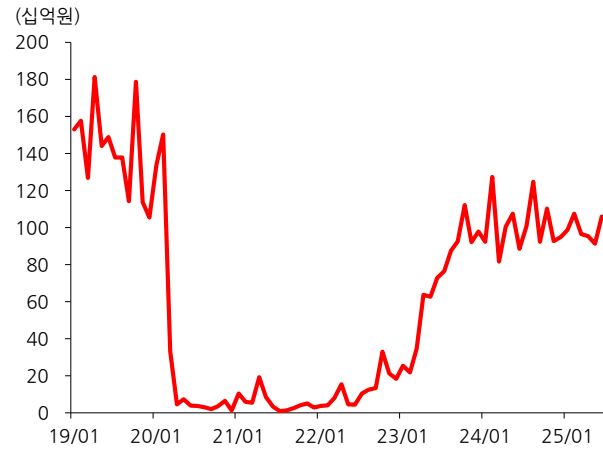
[표21] 파라다이스 카지노 주요 지표 및 실적 추정

(단위: 백만원, 명, 십억원, %)

	2023	2024	2025E	2026E	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25E	3Q25E	4Q25E
주요 가정												
VIP 방문객	143,056	167,597	169,767	174,989	40,504	40,698	43,209	43,186	40,457	44,077	43,693	41,540
중국인 VIP	23,573	35,611	38,991	40,940	8,050	8,080	9,430	10,051	8,351	9,946	10,244	10,449
일본인 VIP	76,362	82,689	81,661	82,478	20,710	20,477	21,220	20,282	20,025	21,536	21,105	18,995
기타 VIP	43,121	49,297	49,115	51,571	11,744	12,141	12,559	12,853	12,081	12,595	12,343	12,096
드롭액	6,173,230	6,868,397	7,329,543	7,898,915	1,729,601	1,703,623	1,773,217	1,661,956	1,694,232	1,835,016	1,930,796	1,869,499
VIP 드롭액	4,873,370	5,423,159	5,724,900	6,276,466	1,366,088	1,340,548	1,409,454	1,307,069	1,327,217	1,442,430	1,518,580	1,436,673
중국 VIP 드롭액	840,847	1,214,210	1,265,276	1,390,437	301,442	296,639	318,119	298,010	302,962	292,969	331,358	337,986
일본 VIP 드롭액	2,796,218	2,897,669	3,046,281	3,230,581	717,311	703,738	765,774	710,845	720,476	787,048	809,872	728,885
기타 VIP 드롭액	1,236,305	1,311,281	1,413,343	1,655,448	347,335	340,171	325,561	298,214	303,778	362,413	377,350	369,803
Mass 드롭액	1,299,860	1,445,238	1,604,643	1,622,449	363,513	363,075	363,763	354,887	367,015	392,586	412,215	432,826
홀드율	11.3%	11.1%	11.7%	11.7%	11.1%	11.9%	10.2%	11.5%	12.4%	11.9%	10.8%	12.0%
실적 추정												
매출액	994	1,072	1,170	1,243	265	273	268	266	283	294	289	304
카지노	415	403	434	471	102	112	84	104	116	103	96	120
호텔	114	112	110	113	26	28	30	29	24	28	30	29
복합리조트	449	539	608	641	132	131	147	129	139	158	159	152
기타	16	18	18	18	4	2	8	4	4	5	5	5
매출원가	760	834	886	939	196	207	208	222	205	217	218	246
카지노	298	320	337	365	78	82	76	83	84	77	84	92
호텔	96	96	95	97	22	24	23	27	22	23	23	27
복합리조트	353	403	436	459	92	98	105	107	95	110	109	122
기타	14	15	17	18	3	3	5	4	4	6	3	5
매출총이익	234	238	284	304	69	66	60	44	78	77	71	58
판관비	88	102	110	112	20	34	24	24	21	37	25	28
영업이익	146	136	174	191	48	32	36	19	57	41	45	31
OPM	14.7%	12.7%	14.8%	15.4%	7.7%	12.4%	8.8%	9.1%	7.3%	12.4%	8.8%	9.1%
지배순이익	63	76	88	94	26	15	10	25	31	21	21	15

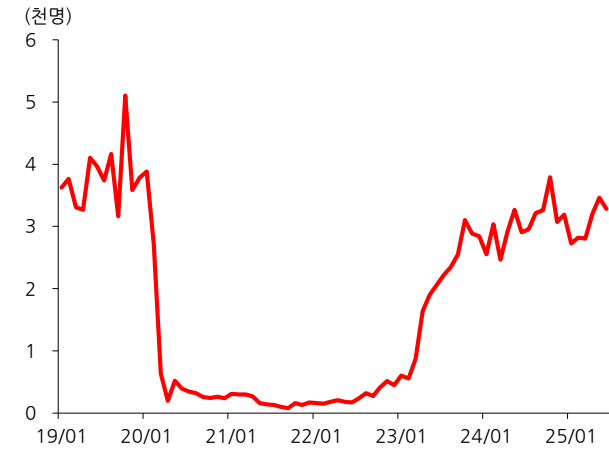
자료: 파라다이스, 한화투자증권 리서치센터 추정

[그림73] 파라다이스 중국인 VIP 전체 드롭액



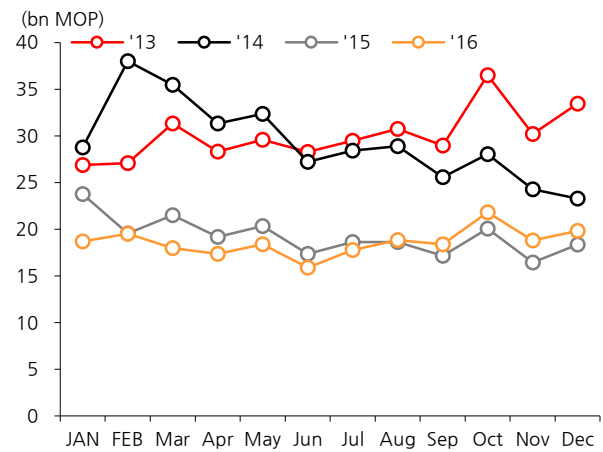
자료: 파라다이스, 한화투자증권 리서치센터

[그림74] 파라다이스 중국인 VIP 방문 지표



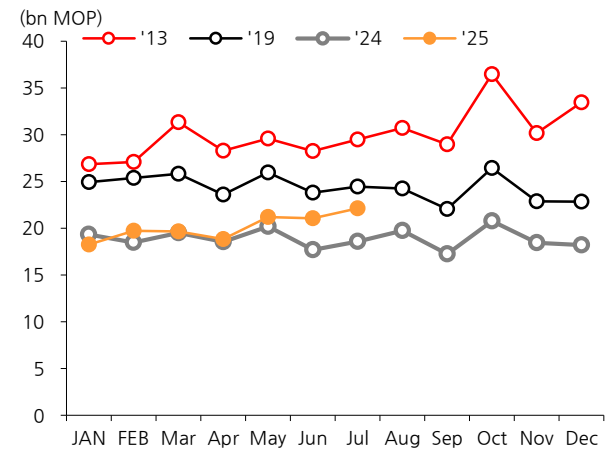
자료: 파라다이스, 한화투자증권 리서치센터

[그림75] 마카오 카지노 GGR 월별 추이(반부패 정책 전후)



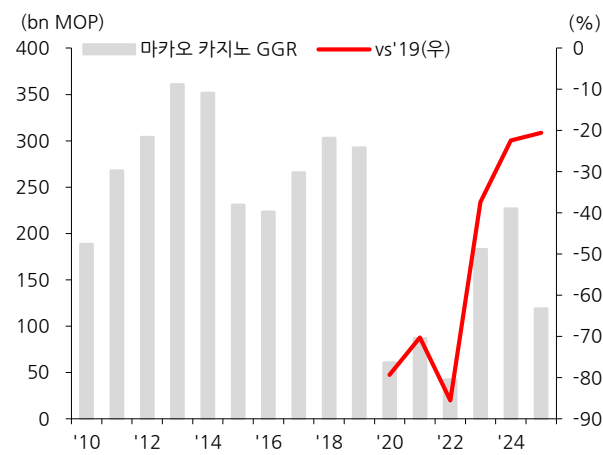
자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

[그림76] 마카오 카지노 GGR 월별 추이(팬데믹 전후)



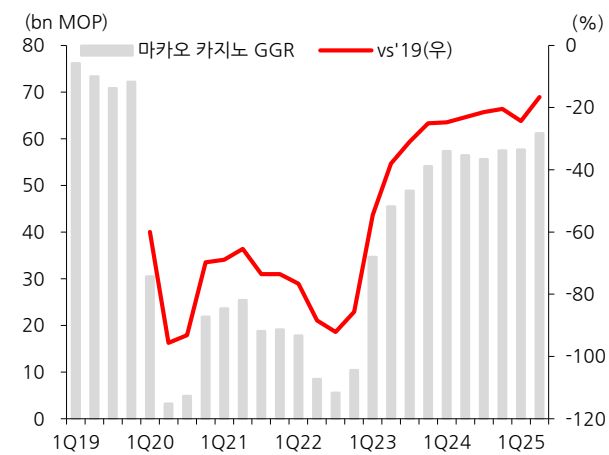
자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

[그림77] 마카오 카지노 GGR 회복세(YTD 기준)



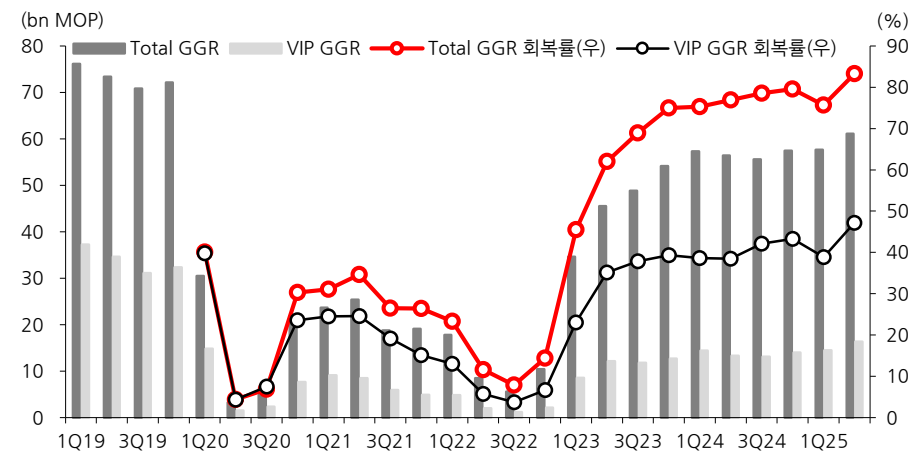
자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

[그림78] 마카오 카지노 GGR 회복세(분기별)



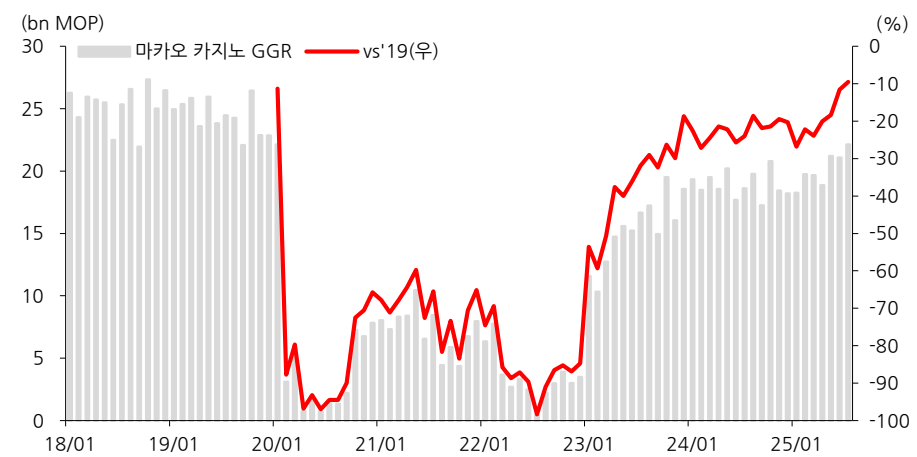
자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

[그림79] 마카오 카지노 '19년 대비 회복세 Total vs VIP



자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

[그림80] 마카오 카지노 월별 GGR 추이



자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

[재무제표]

손익계산서

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2022	2023	2024	2025E	2026E
매출액	588	994	1,072	1,170	1,243
매출총이익	72	234	238	284	304
영업이익	10	146	136	174	191
EBITDA	105	229	214	250	266
순이자손익	-55	-42	-48	-39	-40
외화관련손익	-2	3	-7	1	0
지분법손익	0	0	0	0	0
세전계속사업손익	30	92	101	140	150
당기순이익	16	80	111	122	131
지배주주순이익	25	63	76	88	94
증가율(%)					
매출액	-13.1	69.2	7.8	9.2	6.2
영업이익	-86.8	1,299.9	-6.7	27.6	10.2
EBITDA	3.7	117.5	-6.4	16.9	6.4
순이익	-85.1	407.1	38.0	10.2	7.0
이익률(%)					
매출총이익률	12.2	23.5	22.2	24.3	24.4
영업이익률	1.8	14.7	12.7	14.8	15.4
EBITDA 이익률	17.9	23.0	20.0	21.4	21.4
세전이익률	5.1	9.2	9.4	12.0	12.1
순이익률	2.7	8.1	10.3	10.4	10.5

현금흐름표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2022	2023	2024	2025E	2026E
영업현금흐름	64	288	196	149	163
당기순이익	16	80	111	122	131
자산상각비	95	83	78	77	75
운전자본증감	-16	73	0	-30	2
매출채권 감소(증가)	-16	-4	-9	9	-1
재고자산 감소(증가)	0	-1	0	1	0
매입채무 증가(감소)	10	11	10	3	6
투자현금흐름	509	-26	-186	-116	-51
유형자산처분(취득)	-17	-56	-49	-47	-51
무형자산 감소(증가)	-1	0	0	-7	-7
투자자산 감소(증가)	432	33	-133	-71	-2
재무현금흐름	-195	-61	-123	-64	38
차입금의 증가(감소)	-235	-106	-113	-64	51
자본의 증가(감소)	45	45	-9	-13	-13
배당금의 지급	0	0	-9	-13	-13
총현금흐름	123	252	246	190	161
(-)운전자본증가(감소)	-450	-209	125	66	-2
(-)설비투자	17	62	50	52	51
(+)자산매각	-1	6	0	-2	-7
Free Cash Flow	556	405	71	70	105
(-)기타투자	371	139	-122	-46	-9
잉여현금	184	266	193	116	114
NOPLAT	5	128	99	151	167
(+) Dep	95	83	78	77	75
(-)운전자본투자	-450	-209	125	66	-2
(-)Capex	17	62	50	52	51
OpFCF	533	358	2	110	193

주: IFRS 연결 기준

재무상태표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2022	2023	2024	2025E	2026E
유동자산	695	863	864	867	1,030
현금성자산	512	807	659	607	759
매출채권	23	30	32	27	28
재고자산	7	8	8	7	7
비유동자산	2,817	2,755	3,070	3,093	3,087
투자자산	385	354	397	427	418
유형자산	2,261	2,236	2,510	2,499	2,499
무형자산	171	165	163	166	170
자산총계	3,512	3,618	3,934	3,960	4,118
유동부채	1,174	691	668	605	678
매입채무	86	118	117	124	130
유동성이자부채	976	409	363	311	371
비유동부채	652	1,142	1,190	1,193	1,196
비유동이자부채	430	918	888	881	872
부채총계	1,826	1,833	1,859	1,797	1,874
자본금	47	47	47	47	47
자본잉여금	328	336	336	336	336
이익잉여금	525	572	629	704	785
자본조정	462	450	624	624	624
자기주식	-25	-25	-25	-25	-25
자본총계	1,685	1,785	2,075	2,162	2,244

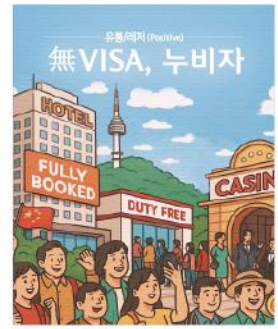
주요지표

(단위: 원, 배)

12 월 결산	2022	2023	2024	2025E	2026E
주당지표					
EPS	279	682	823	1,021	1,092
BPS	14,969	15,318	17,824	18,643	19,530
DPS	0	100	150	150	150
CFPS	1,356	2,748	2,684	2,074	1,755
ROA(%)	0.7	1.8	2.0	2.2	2.3
ROE(%)	2.0	4.5	5.0	5.3	5.4
ROIC(%)	0.2	5.3	4.0	5.6	6.1
Multiples(x, %)					
PER	63.2	19.5	11.7	17.4	16.2
PBR	1.2	0.9	0.5	1.0	0.9
PSR	2.7	1.2	0.8	1.4	1.3
PCR	13.0	4.8	3.6	8.5	10.1
EV/EBITDA	23.7	7.6	6.9	8.8	7.9
배당수익률	n/a	0.8	1.6	0.8	0.8
안정성(%)					
부채비율	108.4	102.7	89.6	83.1	83.5
Net debt/Equity	53.1	29.2	28.5	27.1	21.6
Net debt/EBITDA	850.0	227.6	276.5	233.8	181.6
유동비율	59.2	124.9	129.3	143.4	152.0
이자보상배율(배)	0.2	2.1	1.9	2.8	3.0
자산구조(%)					
투자자본	74.1	66.4	71.4	72.6	69.8
현금+투자자산	25.9	33.6	28.6	27.4	30.2
자본구조(%)					
차입금	45.5	42.6	37.6	35.5	35.6
자기자본	54.5	57.4	62.4	64.5	64.4

GKL (114090)

중국인 고객 회복시 실적 개선 전망



▶ Analyst 박수영 suyoung.park.0202@hanwha.com 02-3772-7634

Buy (유지)

목표주가(유지): 19,000원

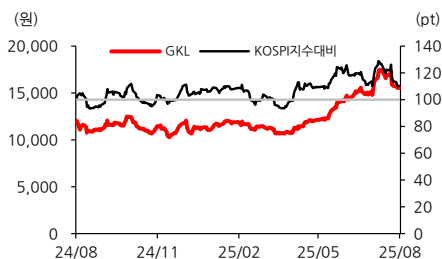
현재 주가(8/1)	15,120원
상승여력	▲25.7%
시가총액	9,353억원
발행주식수	61,856천주
52 주 최고가 / 최저가	17,490 / 10,280원
90 일 일평균 거래대금	45.89억원
외국인 지분율	15.7%
주주 구성	
한국관광공사 (외 1 인)	51.0%
국민연금공단 (외 1 인)	7.9%
GKL 우리사주 (외 1 인)	0.0%

주가수익률(%)	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	2.3	24.4	27.2	25.5
상대수익률(KOSPI)	1.3	2.4	3.3	13.2

(단위: 십억 원, 원, %, 배)

재무정보	2023	2024	2025E	2026E
매출액	397	396	453	516
영업이익	51	38	67	82
EBITDA	82	70	98	113
지배주주순이익	44	33	57	69
EPS	709	534	916	1,118
순차입금	-114	-114	-385	-474
PER	19.0	20.7	16.5	13.5
PBR	2.0	1.7	2.1	1.9
EV/EBITDA	8.8	8.1	5.6	4.1
배당수익률	2.6	2.5	1.9	4.4
ROE	11.0	8.0	13.1	14.5

주가 추이



중국인 관광객 회복에 따른 탄력적인 실적 개선이 기대됩니다. 투자의견 Buy, 목표주가 19,000 원을 유지합니다.

무비자 전, 느리나마 회복 중

6월 방한 외국인 관광객은 162만명을 기록했다. 국적별로 보면 중국인 관광객이 47.7만명으로 가장 많았는데, 무비자 허용 전임을 감안하면 놀라운 숫자다. 팬데믹 이전인 '19년 6월과 비교시 중국인 관광객은 약 2% 증가했다.

6월까지 동사 3개 영업장의 중국인 VIP(VIP + PR Mass) 방문 수나 드롭액은 느리지만 꾸준한 회복세를 보이는 중이다. 드래곤시티 사업장 중국인 전체 방문객 수는 6월 3,446명(VIP 333명, PR Mass 3,113명)을 기록했다. 방문객 수로만 보면 회복이 더디다. 다만 6월 드래곤시티 중국인 드롭액은 약 303억원으로 노동절 연휴가 들어있었던 전월 295억원보다도 늘어난 숫자를 기록했다. PR Mass 드롭액은 171억원으로 전월 180억원보다는 감소했지만 '19년 6월 162억원보다는 증가했다.

하반기 중국인 단체관광객에 대한 무비자 입국이 전면 허용되면 드롭액 뿐만 아니라 방문객 지표도 가파르게 개선될 것으로 기대된다. 그간 GKL의 영업장의 주요 손님인 일본인 손님을 제외하면 서울 시내에 거주하는 외국인 VIP 손님이 많았던 것으로 파악된다. 필연적이지는 않으나 그간 동사의 홀드울 부진에 크게 기여했을 개연성이 높다. 따라서 무비자 입국 허용으로 PR Mass 손님 비중이 높아질수록 수익성 지표도 개선될 것으로 기대된다.

투자의견 Buy, 목표주가 19,000원 유지

GKL은 호텔 코프 등에서 경쟁사들 대비 상대적으로 열위에 있고, 최근까지도 실적이 상대적으로 부진하다. 다만 그만큼 단체관광객 등 중국인 Mass 유입시 강한 실적 바운스를 기대할 수 있다. 드래곤시티의 동사 다른 업장들 대비 빠른 회복도 눈여겨 볼만하다. 투자의견 Buy, 목표주가 19,000원을 유지한다.

[표22] GKL 목표주가 산출

(단위: 십억원, 천주, 원, 배, %)

	2025E	2026E	비고
지배주주순이익	57	69	
보통주 발행주식수	61,856	61,856	
-자기주식수			
EPS	916	1,118	
Target P/E		17	'18~'19 평균 15% 할증
적정주가		19,158	
최종 목표주가		19,000	
현재주가		15,120	8/1 일 증가
상승여력		25.7%	

자료: 전자공시시스템, Wise Fn, 한화투자증권 리서치센터 추정

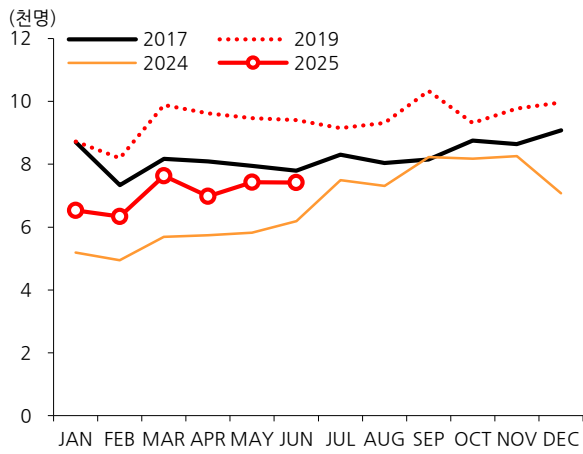
[표23] GKL 카지노 주요 지표 및 실적 추정

(단위: 백만원, 명, 십억원, %)

	2023	2024	2025E	2026E	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25E	3Q25E	4Q25E
주요 가정												
방문객	120,262	155,225	183,474	200,414	32,237	35,516	43,065	44,407	39,992	43,259	50,282	49,942
중국 VIP	53,984	67,978	73,187	81,891	14,958	15,719	18,660	18,641	16,367	16,599	20,610	19,611
일본 VIP	47,092	63,747	79,769	83,416	12,531	14,421	17,943	18,852	17,292	19,523	21,450	21,503
기타 VIP	19,186	23,500	30,518	35,107	4,748	5,376	6,462	6,914	6,333	7,137	8,221	8,827
드롭액	3,394	3,648	3,705	4,058	916	941	912	879	827	915	968	995
중국 VIP	833	931	1,035	1,156	196	259	222	254	230	224	287	294
일본 VIP	1,069	1,198	1,295	1,404	320	291	307	279	281	331	342	341
기타 VIP	870	970	795	891	268	254	243	205	183	218	185	209
기타	622	549	579	607	132	137	140	140	133	142	154	151
홀드율	11.7%	10.8%	12.1%	12.6%	10.2%	10.5%	10.4%	12.1%	13.1%	11.1%	11.4%	13.0%
실적 추정												
매출액	397	396	453	516	98	99	94	106	110	102	111	130
매출원가	317	325	355	400	77	79	79	91	83	82	89	101
인건비	150	150	164	180	36	35	36	43	38	38	41	47
관광기금	38	38	43	49	9	9	9	10	10	10	11	12
개소세	10	10	12	14	2	3	2	3	3	3	3	3
기타	118	128	136	156	30	32	31	35	31	32	34	39
매출총이익	80	71	98	117	21	20	15	15	27	20	23	29
판관비	29	33	31	35	7	7	9	9	7	7	8	9
영업이익	51	38	67	82	14	13	6	5	20	13	15	20
OPM	12.9%	9.7%	14.8%	15.8%	14.1%	13.4%	6.2%	5.2%	18.4%	12.4%	13.2%	15.1%
지배순이익	44	33	57	69	10	11	6	5	16	11	13	17

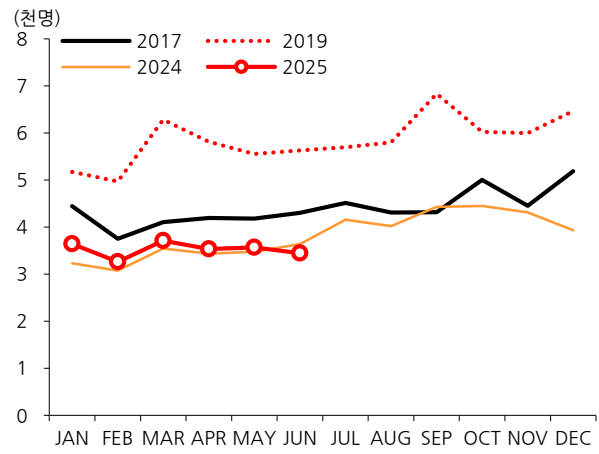
자료: GKL, 한화투자증권 리서치센터 추정

[그림81] 드래곤시티 VIP + PR Mass 방문객



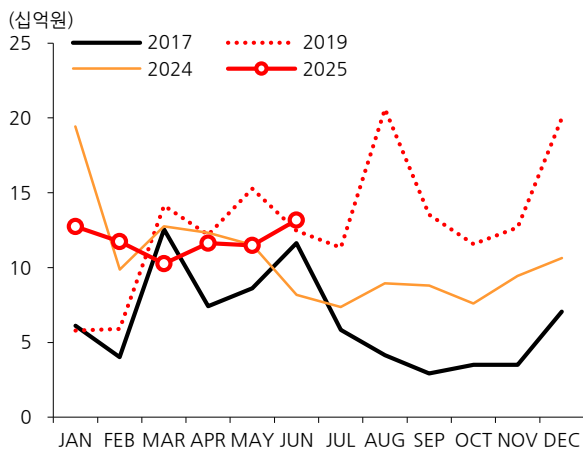
자료: GKL, 한화투자증권 리서치센터

[그림82] 드래곤시티 중국인 VIP + PR Mass 방문객



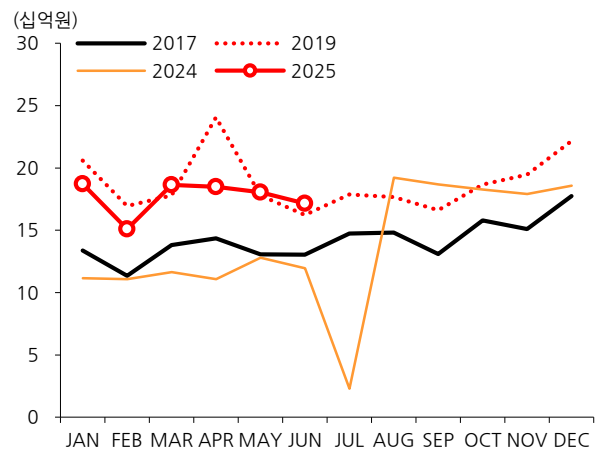
자료: GKL, 한화투자증권 리서치센터

[그림83] 드래곤시티 중국인 VIP 드롭액



자료: GKL, 한화투자증권 리서치센터

[그림84] 드래곤시티 중국인 PR Mass 드롭액



자료: GKL, 한화투자증권 리서치센터

[재무제표]

손익계산서

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2022	2023	2024	2025E	2026E
매출액	262	397	396	453	516
매출총이익	12	80	71	98	117
영업이익	-14	51	38	67	82
EBITDA	19	82	70	98	113
순이자손익	1	5	6	8	9
외화관련손익	0	-1	1	0	0
지분법손익	0	0	0	0	0
세전계속사업손익	-25	55	44	75	91
당기순이익	-23	44	33	57	69
지배주주순이익	-23	44	33	57	69
증가율(%)					
매출액	n/a	51.3	-0.1	14.4	13.9
영업이익	n/a	흑전	-24.9	75.2	21.5
EBITDA	n/a	328.5	-13.8	40.0	14.6
순이익	n/a	흑전	-24.6	71.5	22.0
이익률(%)					
매출총이익률	4.8	20.2	17.9	21.7	22.6
영업이익률	-5.3	12.9	9.7	14.8	15.8
EBITDA 이익률	7.3	20.6	17.7	21.7	21.9
세전이익률	-9.6	13.8	11.0	16.5	17.7
순이익률	-8.7	11.1	8.3	12.5	13.4

현금흐름표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2022	2023	2024	2025E	2026E
영업현금흐름	46	85	72	263	92
당기순이익	-23	44	33	57	69
자산상각비	33	31	32	31	31
운전자본증감	19	-3	-8	25	15
매출채권 감소(증가)	-5	-1	2	-3	-2
재고자산 감소(증가)	0	1	-1	-1	0
매입채무 증가(감소)	48	21	-5	25	16
투자현금흐름	49	-49	-40	-180	10
유형자산처분(취득)	-19	-15	-5	-4	-4
무형자산 감소(증가)	0	0	0	0	0
투자자산 감소(증가)	0	0	0	-206	-9
재무현금흐름	-22	-21	-49	-40	-44
차입금의 증가(감소)	-22	-21	-24	-23	-23
자본의 증가(감소)	0	0	-26	-17	-22
배당금의 지급	0	0	-26	-17	-22
총현금흐름	28	86	75	238	77
(-)운전자본증가(감소)	-110	61	46	-196	-15
(-)설비투자	19	15	5	4	4
(+)자산매각	0	0	0	0	0
Free Cash Flow	119	9	23	431	89
(-)기타투자	25	-25	-4	142	-23
잉여현금	95	34	27	289	111
NOPLAT	-10	41	29	51	62
(+) Dep	33	31	32	31	31
(-)운전자본투자	-110	61	46	-196	-15
(-)Capex	19	15	5	4	4
OpFCF	115	-5	10	275	104

주: IFRS 연결 기준

재무상태표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2022	2023	2024	2025E	2026E
유동자산	263	345	366	440	509
현금성자산	176	191	173	421	488
매출채권	13	13	10	14	16
재고자산	3	2	3	4	4
비유동자산	347	295	250	215	188
투자자산	266	219	177	147	125
유형자산	74	69	66	61	57
무형자산	7	7	6	6	6
자산총계	610	639	616	655	696
유동부채	161	173	165	183	200
매입채무	129	136	131	154	170
유동성이자부채	18	22	22	18	18
비유동부채	66	54	37	18	-4
비유동이자부채	66	54	37	18	-4
부채총계	227	228	203	202	196
자본금	31	31	31	31	31
자본잉여금	21	21	21	21	21
이익잉여금	330	360	361	401	448
자본조정	0	0	0	0	0
자기주식	0	0	0	0	0
자본총계	382	412	414	453	500

주요지표

(단위: 원, 배)

12 월 결산	2022	2023	2024	2025E	2026E
주당지표					
EPS	-368	709	534	916	1,118
BPS	6,183	6,658	6,686	7,322	8,088
DPS	0	353	280	280	660
CFPS	447	1,383	1,213	3,847	1,252
ROA(%)	-4.0	7.0	5.3	8.9	10.2
ROE(%)	-5.9	11.0	8.0	13.1	14.5
ROIC(%)	-3.7	14.6	9.7	27.7	131.9
Multiples(x, %)					
PER	-51.4	19.0	20.7	16.5	13.5
PBR	3.1	2.0	1.7	2.1	1.9
PSR	4.5	2.1	1.7	2.1	1.8
PCR	42.2	9.8	9.1	3.9	12.1
EV/EBITDA	56.5	8.8	8.1	5.6	4.1
배당수익률	n/a	2.6	2.5	1.9	4.4
안정성(%)					
부채비율	59.4	55.3	49.0	44.6	39.2
Net debt/Equity	-24.3	-27.6	-27.5	-85.0	-94.8
Net debt/EBITDA	-488.1	-139.5	-161.5	-390.9	-420.2
유동비율	163.1	199.2	221.2	239.7	253.9
이자보상배율(배)	n/a	13.5	11.9	28.6	62.8
자산구조(%)					
투자자본	37.1	42.1	46.1	10.7	4.1
현금+투자자산	62.9	57.9	53.9	89.3	95.9
자본구조(%)					
차입금	17.9	15.7	12.5	7.4	2.7
자기자본	82.1	84.3	87.5	92.6	97.3

[Compliance Notice]

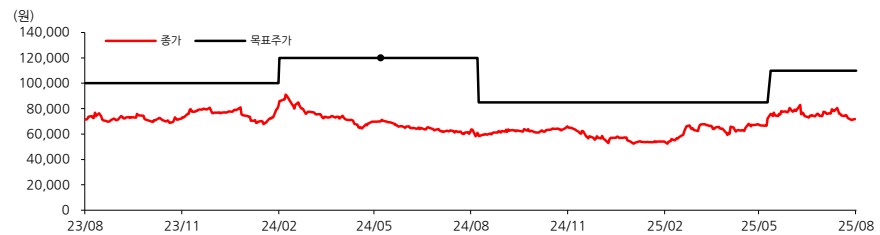
(공표일: 2025년 08월 01일)

이 자료는 조사분석 담당자가 객관적 사실에 근거해 작성하였으며, 타인의 부당한 압력이나 간섭없이 본인의 의견을 정확하게 반영했습니다. 본인은 이 자료에서 다른 종목과 관련해 공표일 현재 관련 법규상 알려야 할 재산적 이해관계가 없습니다. 본인은 이 자료를 기관투자자 또는 제 3자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다. (이진협, 박수영)

저희 회사는 공표일 현재 이 자료에서 다른 종목의 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.

이 자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위해 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로서 저작권이 당사에 있으며 불법 복제 및 배포를 금합니다. 이 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료나 정보출처로부터 얻은 것이지만, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 이 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과와 관련된 법적 책임소지에 대한 증빙으로 사용될 수 없습니다.

[롯데쇼핑 주가와 목표주가 추이]



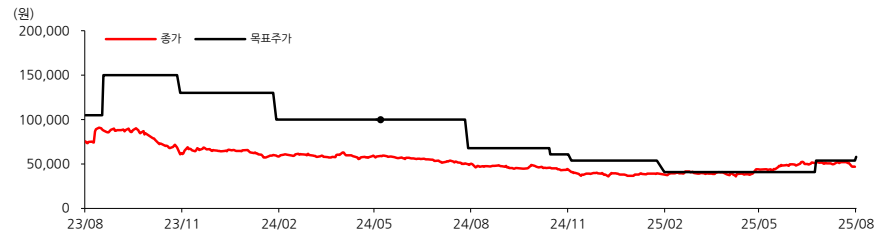
[투자의견 변동 내역]

일 시	2016.08.12	2023.08.11	2023.08.18	2023.09.20	2023.10.10	2023.11.01
투자의견	투자등급변경	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격		100,000	100,000	100,000	100,000	100,000
일 시	2023.11.10	2023.12.28	2024.01.04	2024.01.22	2024.01.26	2024.02.01
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	100,000	100,000	100,000	100,000	100,000	120,000
일 시	2024.02.13	2024.02.29	2024.03.29	2024.04.09	2024.05.10	2024.07.02
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	120,000	120,000	120,000	120,000	120,000	120,000
일 시	2024.08.08	2024.09.20	2024.10.14	2024.10.25	2024.11.01	2024.11.08
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	85,000	85,000	85,000	85,000	85,000	85,000
일 시	2024.11.15	2024.11.19	2024.11.29	2024.12.27	2025.01.15	2025.01.24
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	85,000	85,000	85,000	85,000	85,000	85,000
일 시	2025.02.07	2025.02.20	2025.02.28	2025.03.04	2025.03.25	2025.03.28
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	85,000	85,000	85,000	85,000	85,000	85,000
일 시	2025.04.02	2025.04.09	2025.04.25	2025.05.12	2025.05.21	2025.05.30
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	85,000	85,000	85,000	110,000	110,000	110,000
일 시	2025.06.10	2025.06.27	2025.07.07	2025.07.08	2025.07.25	2025.08.01
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	110,000	110,000	110,000	110,000	110,000	110,000

[목표주가 변동 내역별 괴리율]

일자	투자의견	목표주가(원)	괴리율(%)	
			평균주가 대비	최고(최저)주가 대비
2024.02.01	Buy	120,000	-42.13	-24.08
2024.08.08	Buy	85,000	-28.27	-15.18
2025.05.12	Buy	110,000		

[호텔신라 주가와 목표주가 추이]



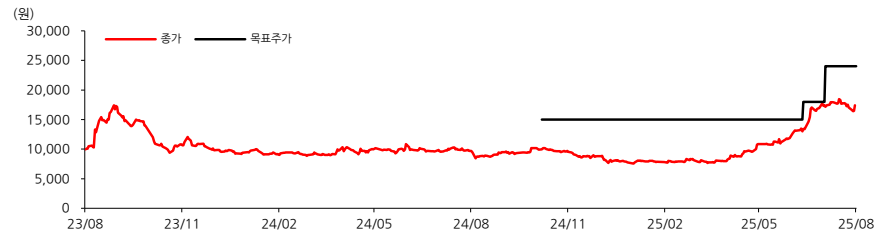
[투자의견 변동 내역]

일 시	2016.08.12	2023.08.18	2023.10.10	2023.10.30	2023.11.01	2023.11.29
투자의견	투자등급변경	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격		150,000	150,000	130,000	130,000	130,000
일 시	2024.01.04	2024.01.29	2024.02.01	2024.02.28	2024.02.29	2024.03.25
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	130,000	100,000	100,000	100,000	100,000	100,000
일 시	2024.03.29	2024.04.09	2024.04.23	2024.04.26	2024.05.02	2024.05.31
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	100,000	100,000	100,000	100,000	100,000	100,000
일 시	2024.06.04	2024.06.28	2024.07.02	2024.07.29	2024.09.27	2024.10.15
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	100,000	100,000	100,000	68,000	68,000	61,000
일 시	2024.11.04	2024.11.15	2025.01.15	2025.01.31	2025.04.09	2025.04.28
투자의견	Buy	Buy	Buy	Hold	Hold	Hold
목표가격	54,000	54,000	54,000	41,000	41,000	41,000
일 시	2025.05.21	2025.06.24	2025.07.08	2025.08.01		
투자의견	Hold	Hold	Hold	Buy		
목표가격	41,000	54,000	54,000	58,000		

[목표주가 변동 내역별 괴리율]

일자	투자의견	목표주가(원)	괴리율(%)	
			평균주가 대비	최고(최저)주가 대비
2023.08.18	Buy	150,000	-45.56	-39.93
2023.10.30	Buy	130,000	-50.78	-47.08
2024.01.29	Buy	100,000	-42.75	-37.10
2024.07.29	Buy	68,000	-30.81	-25.88
2024.10.15	Buy	61,000	-27.42	-24.84
2024.11.04	Buy	54,000	-28.06	-23.98
2025.01.31	Hold	41,000	3.61	28.05
2025.06.24	Hold	54,000	-6.07	-2.96
2025.08.01	Buy	58,000		

[롯데관광개발 주가와 목표주가 추이]



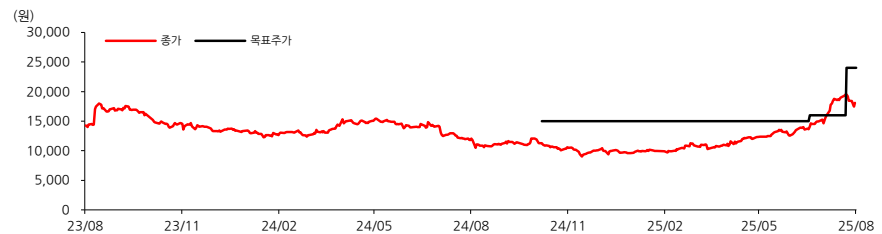
[투자의견 변동 내역]

일 시	2024.10.07	2024.10.07	2025.01.10	2025.06.12	2025.06.27	2025.07.03
투자의견	담당자변경	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	박수영	15,000	15,000	18,000	18,000	24,000
일 시	2025.07.25	2025.08.01				
투자의견	Buy	Buy				
목표가격	24,000	24,000				

[목표주가 변동 내역별 괴리율]

일자	투자의견	목표주가(원)	괴리율(%)	
			평균주가 대비	최고(최저)주가 대비
2024.10.07	Buy	15,000	-39.75	-10.13
2025.06.12	Buy	18,000	-10.63	-1.44
2025.07.03	Buy	24,000		

[파라다이스 주가와 목표주가 추이]



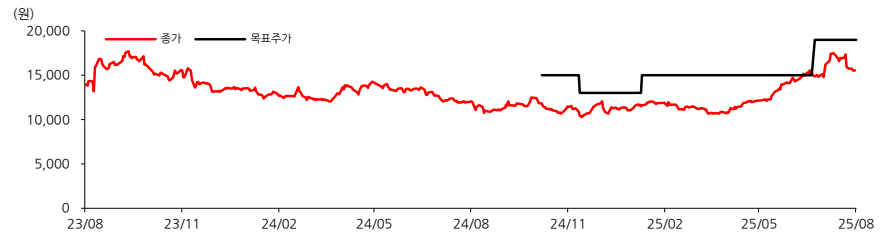
[투자의견 변동 내역]

일 시	2016.08.12	2024.10.07	2024.10.07	2024.11.11	2025.01.10	2025.06.18
투자의견	투자등급변경	담당자변경	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격		박수영	15,000	15,000	15,000	16,000
일 시	2025.07.23	2025.08.01				
투자의견	Buy	Buy				
목표가격	24,000	24,000				

[목표주가 변동 내역별 괴리율]

일자	투자의견	목표주가(원)	괴리율(%)	
			평균주가 대비	최고(최저)주가 대비
2024.10.07	Buy	15,000	-26.99	-6.67
2025.06.18	Buy	16,000	4.16	21.88
2025.07.23	Buy	24,000		

[GKL 주가와 목표주가 추이]



[투자의견 변동 내역]

일 시	2016.08.12	2024.10.07	2024.10.07	2024.11.12	2025.01.10	2025.06.23
투자의견	투자등급변경	담당자변경	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격		박수영	15,000	13,000	15,000	19,000
일 시	2025.08.01					
투자의견	Buy					
목표가격	19,000					

[목표주가 변동 내역별 괴리율]

일자	투자의견	목표주가(원)	괴리율(%)	
			평균주가 대비	최고(최저)주가 대비
2024.10.07	Buy	15,000	-25.64	-21.13
2024.11.12	Buy	13,000	-13.95	-7.23
2025.01.10	Buy	15,000	-18.77	3.73
2025.06.23	Buy	19,000		

[종목 투자등급]

당사는 개별 종목에 대해 향후 1 년간 +15% 이상의 절대수익률이 기대되는 종목에 대해 Buy(매수) 의견을 제시합니다. 또한 절대수익률 -15~+15%가 예상되는 종목에 대해 Hold(보유) 의견을, -15% 이하가 예상되는 종목에 대해 Sell(매도) 의견을 제시합니다. 밸류에이션 방법 등 절대수익률 산정은 개별 종목을 커버하는 애널리스트의 추정에 따르며, 목표주가 산정이나 투자의견 변경 주기는 종목별로 다릅니다.

[산업 투자의견]

당사는 산업에 대해 향후 1 년간 해당 업종의 수익률이 과거 수익률에 비해 양호한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Positive(긍정적) 의견을 제시하고 있습니다. 또한 향후 1 년간 수익률이 과거 수익률과 유사한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Neutral(중립적) 의견을, 과거 수익률보다 부진한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Negative(부정적) 의견을 제시하고 있습니다. 산업별 수익률 전망은 해당 산업 내 분석대상 종목들에 대한 담당 애널리스트의 분석과 판단에 따릅니다.

[당사 조사분석자료의 투자등급 부여 비중]

(기준일: 2025 년 6 월 30 일)

투자등급	매수	중립	매도	합계
금융투자상품의 비중	90.4%	9.6%	0.0%	100.0%