

2025년 10월 14일 | 키움증권 리서치센터
산업분석 | 미디어/엔터/레저 Overweight(Maintain)

Check-In Korea

미디어/엔터/레저 Analyst 임수진 soojin.lim@kiwoom.com



Contents



Check-In Korea 2

I. Summary & 투자 전략 3

- > 레저 업종: 투자의견 Overweight 3
- > Top-Pick: 롯데관광개발 (032350) 7
- > 차선후주: 파라다이스 (034230) 8

II. 한국 인바운드의 새로운 국면 9

- > 글로벌 여행 회복 속 K-콘텐츠가 이끄는 인바운드 호황 9
- > 호텔업, 여행 리오프닝 이후 구조적 수혜의 중심 14
- > 아웃바운드 여행업: 긴 조정의 끝, 4분기 반등 시작 18

III. 카지노, 인바운드 모멘텀 20

- > 외인 카지노, 인바운드 확대의 직간접 수혜 20
- > 인스파이어 카지노: 경쟁이 아닌 자극, 시장 파이를 키우다 22
- > 마카오, 다시 가동된 성장 엔진 24
- > 제주, 인바운드 확장과 롯데관광개발의 구조적 성장 26
- > 국내 여행 수요 회복과 강원랜드의 구조적 대응 27

기업분석 28

- > 롯데관광개발 (032350) 29
- > 파라다이스 (034230) 35
- > GKL (114090) 42
- > 강원랜드 (035250) 49
- > 하나투어 (039130) 55
- > GS피앤엘 (499790) 61

Compliance Notice

- 당사는 10월 13일 현재 보고서에 언급된 종목들의 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사는 자료작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

Check-In Korea

>>> 레저 업종 'Overweight'

2025년 국내 레저 업종은 3년간 이어진 조정 구간을 마치고 본격적인 리레이팅 구간에 진입하고 있다. 올해 들어 카지노(+80%), 호텔·리조트(+74%) 업종의 주가 수익률이 코스피(+9%)를 크게 상회했지만, 이는 단기 과열이 아닌 과대낙폭 국면에서의 정상화 과정으로 보는 것이 타당하다. 2026년까지 이익 레벨업과 현금흐름 개선에 따른 밸류 리레이팅이 본격화될 것으로 예상된다. 이에 레저 업종에 대한 투자의견을 'Overweight'로 제시하며, 업종 전반의 구조적 성장세와 정책적 모멘텀이 맞물리는 2025~2027년을 핵심 투자 구간으로 판단한다.

>>> 한국 인바운드의 새로운 국면

K-콘텐츠의 글로벌 확산이 인바운드 수요를 견인하고 있다. 정부의 정책 모멘텀도 가시화되고 있다. 레저 산업의 수요를 장기적으로 뒷받침할 핵심 요인이다. 호텔 산업은 인바운드 확대의 1차 수혜 업종으로, 이미 OCC 80% 수준에 근접하며 ADR 인상 국면에 진입했다. 에어비앤비 영업신고 의무화로 풍선효과가 예상돼 2~3년 이상 지속 가능한 구조적 성장 사이클을 의미한다.

>>> 카지노, 인바운드 모멘텀

외국인 관광객 증가로 외인 카지노 업종이 인바운드 확대의 대표 수혜로 부상하고 있다. 과거 30년간 방한 외래객의 약 20%가 카지노를 방문했으며, 올해 인바운드가 2019년 대비 108% 회복되며 수요가 동반 상승 중이다. 파라다이스는 MASS 중심의 포트폴리오 전환과 호텔 확장으로 구조적 성장을 이어가고 있는 반면, GKL은 복합 콘텐츠 부재로 회복세가 제한적이다. 인스파이어 개장은 경쟁보다 시장 확대에 작용하며, 롯데관광개발의 제주 드림타워 또한 MASS·VIP 동반 성장으로 업종 내 성장세를 주도하고 있다.

>>> Top Pick: 롯데관광개발(032350)

롯데관광개발은 3분기 호실적으로 4분기 및 내년 연간 추정치 상향 필요성을 증명했다. 내년 VIP 중심 성장으로 고성장 지속될 전망하며 업종 내 Top-pick으로 제시한다. 차선후주 파라다이스는 MASS 비중 확대와 하얏트 호텔 인수 효과로 인한 VIP 영업 확대에 내년 추가 실적 상향 조정 가능성이 높다.

I. Summary & 투자 전략

>>> 레저 업종: 투자의견 Overweight

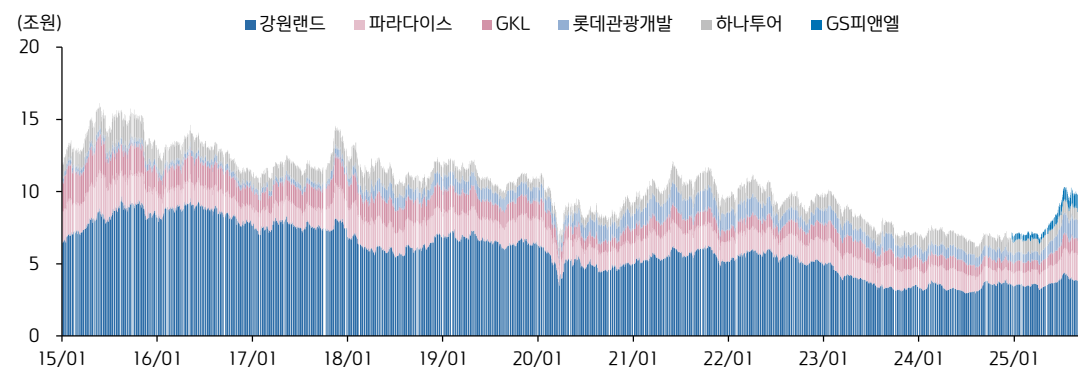
2025년 국내 레저 업종은 3년간 이어진 조정 구간을 마치고 본격적인 리레이팅 구간에 진입하고 있다. 올해 들어 카지노(+80%), 호텔·리조트(+74%) 업종의 주가 수익률이 코스피(+48%)를 크게 상회했지만, 이는 단기 과열이 아닌 과대낙폭 국면에서의 정상화 과정으로 보는 것이 타당하다.

올해 8월까지 누적 외국인 관광객 수는 1,238만 명(YoY +16%)으로 팬데믹 이전(2019년) 대비 108% 수준까지 회복되었다. 특히 일본, 중국, 아시아, 미주, 유럽 등 주요 지역에서 고른 성장세를 보이고 있으며, K-콘텐츠의 글로벌 확산이 인바운드 수요를 견인하고 있다. 정부는 '2033년 외국인 관광객 4,000만 명 유치'라는 중장기 목표를 제시했으며, 정책 모멘텀도 가시화되고 있다. 이는 레저 산업의 기초 수요를 장기적으로 뒷받침할 핵심 요인이다.

호텔 산업은 인바운드 확대의 1차 수혜 업종으로, 이미 OCC 80% 수준에 근접하며 ADR 인상 국면에 진입했다. 일본 호텔 시장처럼 수요가 포화된 이후 단가가 급등하는 패턴이 국내에서도 본격화될 가능성이 높다. 여기에 에어비앤비 영업신고 의무화로 전통 호텔로의 풍선효과가 가시화되고 있다. 이러한 공급 제약 속 수요 확대 환경은 2~3년 이상 지속 가능한 구조적 성장 사이클을 의미한다. 외국인 카지노는 인바운드 수요 확대로 직접적인 수혜 업종이다. 파라다이스는 MASS + VIP 복합 포트폴리오 구축과 하얏트 인수로 리조트형 경쟁력을 강화했고, 롯데관광개발은 3분기 호실적으로 4분기 및 내년 연간 추정치 상향 필요성을 증명했다. 2026년 VIP 비중 확대를 통해 고성장이 유지될 것으로 전망하며 레저 업종 내 최선주로 제시한다.

현재 레저 업종 전반의 2026E EV/EBITDA는 7.6배 수준으로, 글로벌 동종업체 11.7배 대비 여전히 큰 할인 구간에 위치한다. 인바운드 회복, 호텔 ADR 상승, 카지노 방문객 수 확장 등 실적 모멘텀을 감안하면 2026년까지 이익 레벨업과 현금흐름 개선에 따른 밸류 리레이팅이 본격화될 것으로 예상된다. 이에 레저 업종에 대한 투자의견을 'Overweight'로 제시하며, 업종 전반의 구조적 성장세와 정책적 모멘텀이 맞물리는 2025~2027년을 핵심 투자 구간으로 판단한다.

커버리지 레저 업종 합산 시가총액 추이



자료: Quantwise, 키움증권 리서치센터

레저 업종 국내 및 글로벌 피어 수익률 비교

구분		통화	주가	시가총액 (십억원)	주가수익률(%)					PER	PBR	EV/ EBITDA
					1W	1M	3M	6M	YTD			
코스피		Pt	3,549	2,841,095	2.3	11.9	15.4	41.6	47.9	11.1	1.1	6.4
코스닥		Pt	854	451,000	0.2	7.6	9.2	24.7	26.0	21.8	2.6	11.3
카지노 (국내)	강원랜드	KRW	17,970	3,845	-0.8	0.6	-5.0	17.1	21.0	11.2	0.9	6.6
	파라다이스	KRW	21,350	1,973	0.0	9.7	41.5	97.1	122.4	19.0	1.1	8.2
	GKL	KRW	15,610	966	-2.3	-0.1	1.7	45.5	44.8	15.1	2.0	6.1
	롯데관광개발	KRW	17,640	1,403	-4.7	15.6	1.4	111.8	130.6	41.3	4.3	10.2
카지노 (글로벌)	MGM Int.	\$	35	13,299	0.8	-10.7	-7.8	13.0	0.3	13.2	2.5	2.7
	L. V. Sands	\$	55	53,132	3.8	-3.4	15.1	41.0	7.2	19.1	6.8	9.8
	Wynn Resorts	\$	133	19,493	6.0	6.3	27.4	63.5	54.8	23.3	N/A	10.5
	Sands China	HK\$	22	31,851	2.1	8.0	25.8	37.3	4.2	17.7	9.6	11.0
	Galaxy Ent.	HK\$	43	33,928	3.1	4.1	16.5	40.7	30.1	16.2	2.2	10.8
	Wynn Macau	HK\$	7	6,734	1.6	2.5	23.3	26.6	31.5	12.6	N/A	8.6
여행 (국내)	하나투어	KRW	49,550	768	-1.1	-2.1	-10.2	-7.0	-4.8	12.4	3.6	6.8
	모두투어	KRW	11,950	226	-6.9	3.1	-3.2	12.0	23.2	8.5	1.9	4.2
여행 (글로벌)	Trip.com	HK\$	586	72,313	-2.2	2.8	26.7	18.2	8.4	18.9	2.1	16.3
	Expedia	\$	218	37,866	1.2	2.6	27.3	29.7	16.8	13.4	10.6	7.6
	Booking	\$	5,425	247,188	-2.7	-1.5	-4.9	15.7	9.2	21.3	N/A	16.7
	HIS	JPY	1,383	1,056	-3.2	-6.6	4.0	-16.0	-4.2	11.5	1.6	6.5
호텔/리조트 (국내)	GS피앤엘	KRW	46,500	922	-7.2	-2.0	31.0	162.0	109.5	17.4	1.0	7.7
	서부T&D	KRW	9,500	622	-9.7	5.1	3.5	72.1	75.3	29.1	0.6	N/A
	아난티	KRW	9,810	922	6.6	10.1	-7.1	68.3	85.1	N/A	N/A	N/A
	모나오펜	KRW	4,005	193	0.1	-1.8	-19.4	6.2	24.8	9.8	N/A	N/A
호텔/리조트 (글로벌)	Marriott	\$	266	101,677	2.1	0.7	-4.0	9.8	-4.5	23.5	N/A	15.6
	Hilton	\$	259	85,617	-0.9	-6.2	-4.2	11.9	4.8	29.0	N/A	18.6
	InterContinental	\$	123	26,427	4.6	2.6	4.4	10.6	-1.4	19.8	N/A	13.8
	Hyatt Hotels	\$	145	19,522	3.9	1.7	0.0	16.6	-7.4	41.4	3.4	13.5

자료: Quantiwise, 키움증권 리서치센터

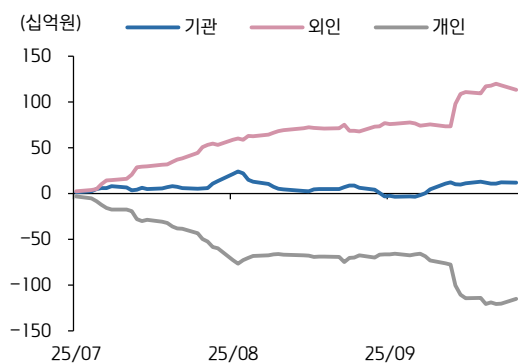
주: 기준일 2025년 10월 2일

커버리지 실적전망 및 투자포인트 요약

구분		3Q25E	QoQ	YoY	컨센서스	2026E	YoY	컨센서스
롯데관광개발	매출액	189.4	20.1%	36.1%	189.2	716.4	15.7%	719.6
	영업이익	51.5	55.7%	132.5%	42.4	176.0	50.5%	156.9
	당기순이익	21.0	255.8%	흑전	11.6	57.3	흑전	46.0
	투자포인트	- 9월 비수기에도 역대 최대 실적 달성. 4분기 및 내년 연간 추정치 상향 필요 - 인당 드롭액 증가세로 VIP 비중 확대되는 모습. 내년 VIP 중심으로 고성장세 유지될 전망						
파라다이스	매출액	301.8	6.1%	12.5%	304.1	1219.2	6.7%	1,302.3
	영업이익	53.7	25.2%	48.2%	51.8	202.0	9.5%	218.5
	당기순이익	22.4	7.2%	128.0%	26.7	105.7	9.2%	107.3
	투자포인트	- 10월 중국 단체관광 무비자 시행 및 VIP 대상 행사 진행으로 VIP 회복세 가속될 전망 - 하얏트 호텔 인수를 통한 객실 확충 및 콤팩트 객실 확대 기대. 연간 영업이익 310억원 상향 필요						
GKL	매출액	107.4	6.4%	14.6%	110.6	478.7	9.1%	481.5
	영업이익	16.1	0.9%	177.8%	17.7	94.1	36.5%	76.6
	당기순이익	11.6	-31.7%	91.7%	15.0	76.6	34.8%	64.7
	투자포인트	- 3Q VIP 회복세 긍정적, 4Q 중국 국경절 연휴 효과 및 단체관광 무비자 시행으로 성장세 지속될 전망 - 경쟁사 대비 부진한 MASS 흐름 개선시 추가 상향 조정 가능성 존재						
강원랜드	매출액	392.6	7.2%	4.4%	397.4	1578.2	4.6%	1,508.5
	영업이익	92.8	63.5%	-0.5%	97.1	297.5	3.5%	311.5
	당기순이익	111.0	83.0%	22.1%	96.8	346.6	7.1%	331.9
	투자포인트	- 안정적인 이익 성장세 지속. 4분기에는 K-hit 프로젝트 구체화될 예정인데 규제 완화도 필요한 시점 - 4분기 자사주 매입 예상되며 내년에는 폐광기금 소송 3심 승소 시 배당 수익률 7%대 예상						
하나투어	매출액	122.4	2.1%	-23.2%	135.0	685.7	15.6%	713.7
	영업이익	7.8	-19.3%	-35.2%	9.1	70.8	31.8%	69.5
	당기순이익	9.3	12.1%	-18.5%	8.7	69.0	28.6%	64.2
	투자포인트	- 3분기 추석 연휴 이동에 따른 일시적 부진. 4분기부터 황금 연휴 효과로 여행 수요 본격 회복 진입 - 2026년 네이버 제휴를 통한 외국인 관광객 대상 서비스 론칭할 예정. 패키지, FIT 모두 고성장 기대됨						
GS피앤엘	매출액	118.1	5.3%	N/A	123.0	617.5	32.9%	571.1
	영업이익	23.5	103.2%	N/A	27.0	126.7	62.0%	108.6
	당기순이익	14.2	265.4%	N/A	12.0	61.5	63.2%	56.7
	투자포인트	- 웨스트민 서울 파르나스 리오프닝 효과 및 연휴 특수로 4분기 실적 개선세 가시화될 전망 - 양호한 외국인 관광객 확대 추세와 에어비앤비 규제 강화로 호텔 수요 및 ADR 확대될 전망						

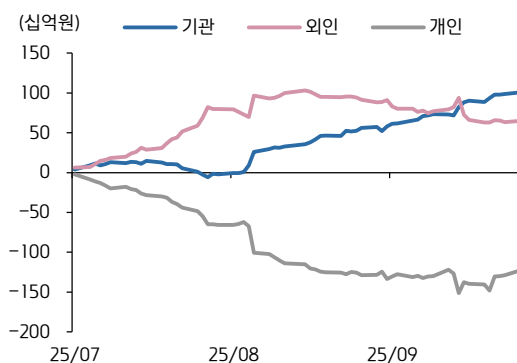
자료: Fnguide, 키움증권 리서치센터

3M 누적 순매수 변화 추이_롯데관광개발



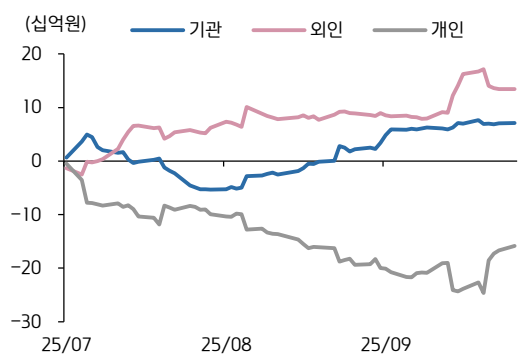
자료: Quantiwise, 키움증권 리서치센터

3M 누적 순매수 변화 추이_파라다이스



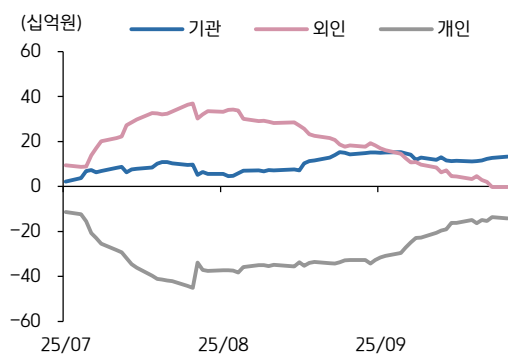
자료: Quantiwise, 키움증권 리서치센터

3M 누적 순매수 변화 추이_GKL



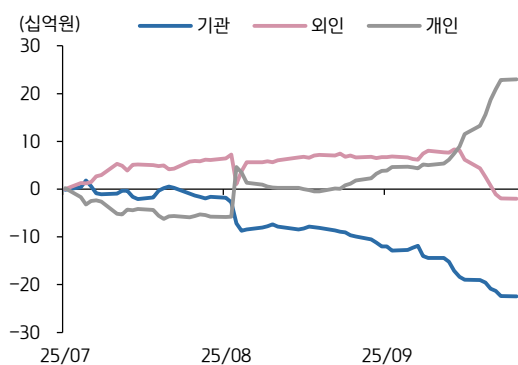
자료: Quantiwise, 키움증권 리서치센터

3M 누적 순매수 변화 추이_강원랜드



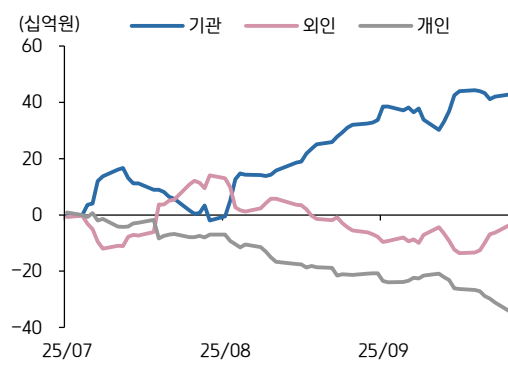
자료: Quantiwise, 키움증권 리서치센터

3M 누적 순매수 변화 추이_하나투어



자료: Quantiwise, 키움증권 리서치센터

3M 누적 순매수 변화 추이_GS피앤엘



자료: Quantiwise, 키움증권 리서치센터

>>> Top Pick: 롯데관광개발(032350)

VIP 성장이 기대되는 2026년

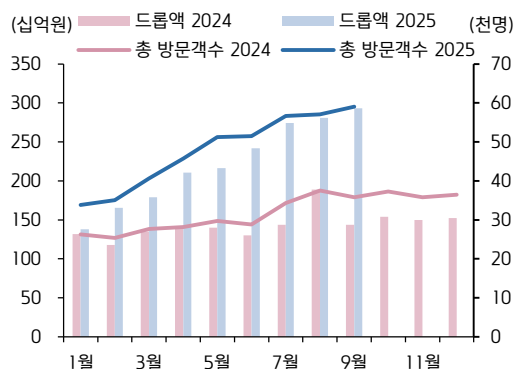
2025년 제주 인바운드 수요가 빠르게 회복되고 있다. 9월 누적 외국인 입도객 수는 176만 명(YoY +17.5%)으로 견조하며, 중국 단체관광 무비자 시행은 제주 관광의 추가 성장 모멘텀으로 작용할 전망이다.

이러한 환경 속에서 롯데관광개발은 업종 내 가장 두드러진 실적 개선세를 보이고 있다. 올해 9월까지 누적 드롭액은 2조 원(YoY +57%)으로, 강력한 네트워크와 현지화된 영업력이 결합된 결과다. 제주 드림타워 복합리조트를 중심으로 MASS 유입과 VIP 비중 확대가 병행되며 고객당 드롭액이 증가, 수익성 개선이 본격화되고 있다.

3분기 매출액은 1,391억원(+36% YoY), 영업이익은 515억원(YoY +133%)으로 컨센서스를 약 +20% 상회할 전망이다. 비수기임에도 카지노 순매출액이 530억원(역대 최대)을 기록했고, 호텔 또한 OCC 90%를 유지하며 ADR 상승세를 이어가고 있다. 이러한 실적은 단기 반등이 아닌 구조적 성장의 결과로, 4분기와 2026년 실적 상향 여지가 충분하다.

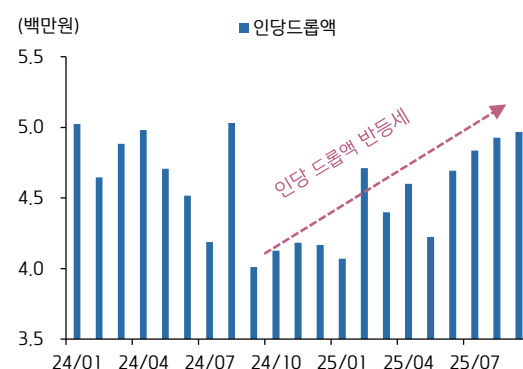
2026년 매출액 7,164억원(+16% YoY), 영업이익 1,760억원(YoY +51%)을 전망하며, VIP 중심의 2차 성장 사이클 진입이 가시화되고 있다. 6·8회 전환사채 상환으로 오버행 리스크도 해소 국면에 진입했다. 2026E EBITDA 2,617억원에 Target EV/EBITDA 12.6배(마카오 대비 -25%) 적용, 목표주가 27,000원, 투자 의견 'BUY'를 제시한다. VIP 확장, 재무 리스크 해소, 구조적 성장세를 감안할 때 롯데관광개발은 업종 내 가장 높은 리레이팅 여력이 남은 최선호주로 판단된다.

롯데관광개발_월별 드롭액 및 방문객 수 추이



자료: 롯데관광개발, 키움증권 리서치센터

롯데관광개발_월별 인당 드롭액 성장세



자료: 롯데관광개발, 키움증권 리서치센터

>>> 차선후주: 파라다이스(034230)

하얏트 호텔 인수를 통한 또 하나의 성장 사이클

파라다이스는 과거 VIP 중심 구조에서 벗어나 MASS + VIP 복합 포트폴리오로 체질을 전환하고 있다. MASS 매출 비중은 과거 10% 후반에서 현재 20% 중반 수준까지 확대되었고, MASS 드롭액은 코로나 이전 대비 +42% 성장했다. 이는 복합리조트 파라다이스 시티를 중심으로 대중 수요 유입이 본격화된 결과로, 인천·부산·제주 등 주요 거점에서 고른 성장세가 나타나고 있다. 특히 2025년 중국 단체관광 무비자 시행 이후에는 MASS 기반의 구조적 성장세가 더욱 강화될 가능성이 높다.

최근 파라다이스의 가장 큰 모멘텀은 호텔 자산 확장에 따른 경쟁력 강화다. 9월 23일 인수한 그랜드 하얏트 인천 웨스트타워(501실, 2,100억원)는 파라다이스 시티의 객실 포화 문제를 해소하고, VIP 대상 콕스 객실 비중을 주말 기준 약 20%p 확대할 수 있는 전략적 조치다. 본 인수를 통해 카지노 연간 영업이익 약 260억원 + 호텔 영업이익 50억원, 총 310억원 수준의 시너지 효과가 예상되며, VIP 회복 속도에 따라 영업이익 추정치 상향(약 +15%) 여력이 존재한다.

또한, 인스파이어 카지노의 등장으로 인천 영종도 지역이 ‘한국형 복합 카지노 클러스터’로 발전하고 있다는 점도 주목할 부분이다. 인스파이어는 단기적으로 경쟁 구도를 형성하지만, 중장기적으로는 영종도 지역의 트래픽을 확대시키는 시장 파이 확대 효과(Cluster Effect)를 가져올 것으로 예상된다. 파라다이스는 안정적인 재무구조와 호텔 자산을 기반으로 이 지역 내 리조트 중심축 역할을 수행하며 중장기 수혜를 누릴 전망이다.

현재 파라다이스의 2026년 기준 PER은 약 16.8배 수준으로, 글로벌 카지노 기업 평균(약 20배) 대비 저평가 됐다. VIP 회복 모멘텀, MASS 비중 확대, 호텔 시너지 효과를 감안하면 밸류에이션 리레이팅 여력이 충분하다. 4분기부터는 중국 국경절과 VIP 대상 이벤트로 드롭액 회복세가 본격화될 것으로 예상되며, 하얏트 인수 효과가 실적에 반영되는 시점인 2026년 상반기 이후에는 2차 성장 사이클 진입이 가시화될 것이다. 이에 따라 파라다이스를 업종 내 차선후주로 제시하며, 인바운드 확대 국면에서 카지노·호텔 경쟁력 기반의 안정적 성장주로 평가한다.

파라다이스_하얏트호텔 인수 효과 요약

파라다이스 시티 콕스 확대 효과	하얏트호텔	
파라다이스 시티 객실수	769 호텔 ADR(만원)	20
X 콕스 확대 규모	20% 객실수	501
= VIP 이용 가능한 추가 콕스 객실 수	154 2Q26 매출(OCC 70% 가정)	6.4
인당 드롭액(만원)	3,500 2Q26 매출(OCC 70% 가정)	7.4
2Q25~4Q25 주말 일 수	79 2Q26 매출(OCC 70% 가정)	8.3
총 드롭액(십억원)	423 합산매출(십억원)	22.1
홀드율(%)	13% 영업이익(OPM 20% 가정)	4.4
카지노순매출(십억원)	52.9	
영업이익(OPM 50% 가정)	26.5	

자료: 키움증권 리서치센터

II. 한국 인바운드의 새로운 국면

>>> 글로벌 여행 회복 속 K-콘텐츠가 이끄는 인바운드 호황

K-콘텐츠로 강화된 수요에 정책까지 더해진다면

2025년 들어 한국을 찾는 외국인 관광객 수가 빠르게 늘고 있다. 올해 8월까지 누적 외국인 관광객 수는 1,238만 명으로 전년 대비 +16% 증가하며, 팬데믹 이전(2019년) 대비 약 108%까지 회복했다. 국가별로 살펴보면 일본 +15%, 중국 +17%, 기타 아시아 +16%, 미주 +15%, 유럽 +15% 등 주요 지역에서 고른 성장세를 보이고 있다는 점이 특히 긍정적이다. 이는 특정 시장에 의존했던 과거와 달리, 전 세계적으로 한국을 방문하려는 관광 수요가 다변화되고 있음을 의미한다.

이 같은 수요 확산의 가장 큰 동력은 K-콘텐츠의 글로벌 확산이다. 케이팝, 드라마, 웹툰을 비롯해 최근 넷플릭스와 연계된 K-POP Demon Hunters 같은 K-콘텐츠가 잇달아 흥행하며, 한국의 문화적 매력이 단순 관광 목적을 넘어 체험형·참여형 소비로 확장되고 있다. 특히 K-POP Demon Hunters의 흥행으로 한국 여행 관련 키워드의 구글 트렌드 지표가 사상 최고 수준을 기록했으며, 이는 향후 한국 여행에 대한 관심이 지속 확대될 가능성을 시사한다.

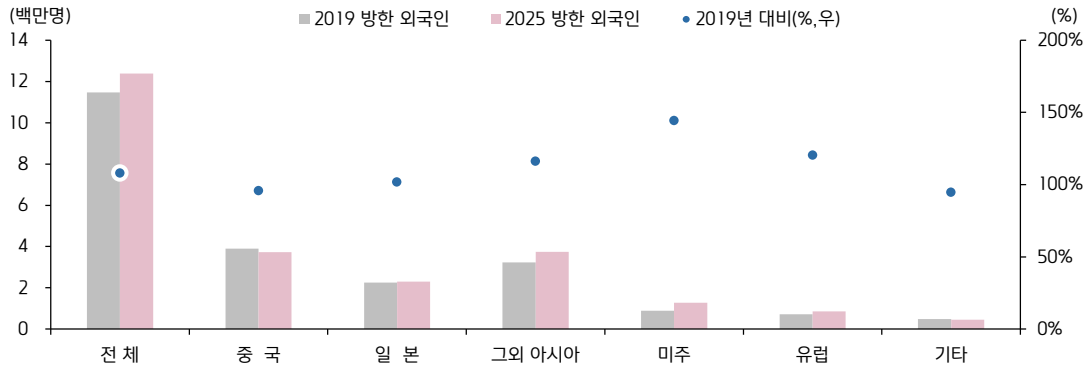
4분기는 전통적인 여행 성수기에 더해 중국인 무비자 입국 시행이라는 정책 모멘텀까지 더해져, 방한 외국인 수는 연말까지 더욱 가속화될 가능성이 높다. 이에 따라 2025년 예상 외국인 관광객 수는 1,930만 명 수준으로, 올해 초 정부가 제시한 2,000만 명 목표치에 근접할 것으로 예상된다.

글로벌 트렌드 역시 한국의 인바운드 회복을 뒷받침하고 있다. UNWTO(세계관광기구)에 따르면 2024년 전 세계 국제 관광객 수는 15억 명으로 전년 대비 +5% 증가할 전망이다. 또한 IATA(국제항공운송협회)의 최근 설문에 따르면, 응답자의 40%가 향후 12개월 내 여행 빈도를 늘릴 계획이라고 답했다. 이는 전 세계적으로 팬데믹 이후 억눌렸던 여행 수요가 여전히 구조적 확장 국면에 있음을 보여준다. 즉, 글로벌 여행업이 '사이클 회복'이 아닌 '구조적 성장 단계'로 진입했다는 점에서, 한국 레저 산업에도 장기적인 수요 모멘텀이 형성되고 있는 것이다.

이러한 흐름 속에서 정부 역시 외국인 관광객 확대를 국가 전략으로 격상시켰다. 9월 말 개최된 '국가관광전략회의'에서 정부는 2033년 외국인 관광객 4,000만 명 유치를 목표로 제시했다. 다만, 이 목표를 달성하기 위해서는 매년 약 9.1%의 인바운드 성장률이 필요하다. 이는 과거 평균을 크게 웃도는 수준으로, 정부가 제시한 계획보다 적극적인 지원 정책이 요구되는 상황이다. 특히 서울 중심의 관광 수요 쏠림을 완화하기 위해서는 교통·숙박 등 지방 관광 인프라 개선과 관광객 대상 바가지요금 단속 강화, 지방 공연·문화 콘텐츠 육성 등 지역 균형형 전략이 필수적이다. 이는 단순한 유입 확대를 넘어, 체류 기간 연장과 소비 단가 상승으로 이어지는 질적 성장의 기반이 될 것이다.

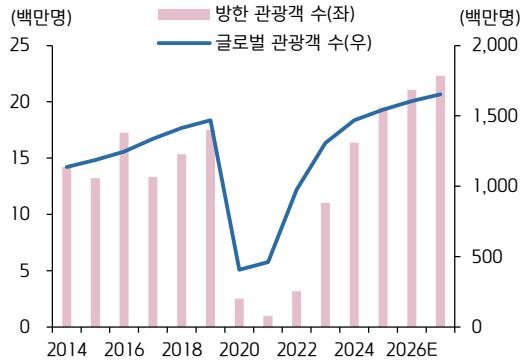
정부는 이미 1)K-POP 팬 유치를 위한 5만 석 규모 공연형 아레나(2030년 착공 예정), 2)의료관광 비자 발급 편의 확대, 3) 외래객 전용 관광패스 개발, 4)30년 이상 노후 건축물의 공유숙박 활용 허용 등 다양한 방안을 추진 중이다. 하지만 2033년 4,000만 명이라는 목표를 실질적으로 달성하기 위해서는, 단기 규제 완화 이상의 전략적 인프라 투자 및 관광 경험 개선이 병행되어야 할 것이다.

2019년 vs 2025년 주요 국가별 입국 현황



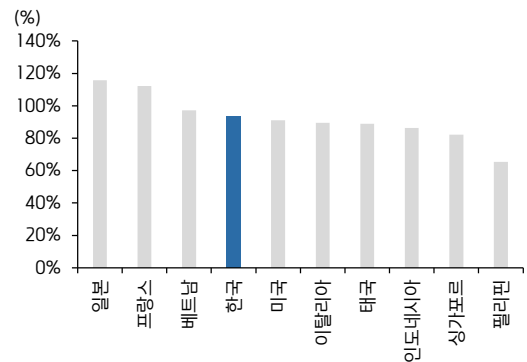
자료: 한국문화관광연구원, 키움증권 리서치센터
주: 2025.01~2025.08 누계

글로벌 관광객수 및 방한 관광객 수 추이



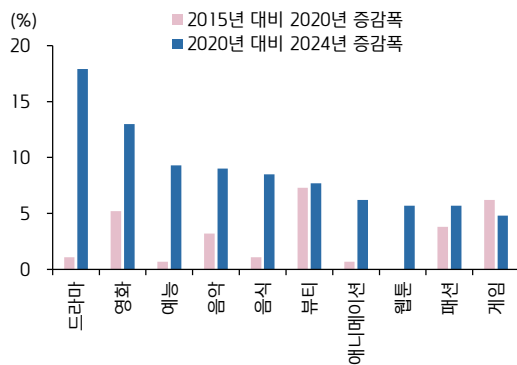
자료: UNWTO, 키움증권 리서치센터

19년 대비 외인 관광객 수 회복세



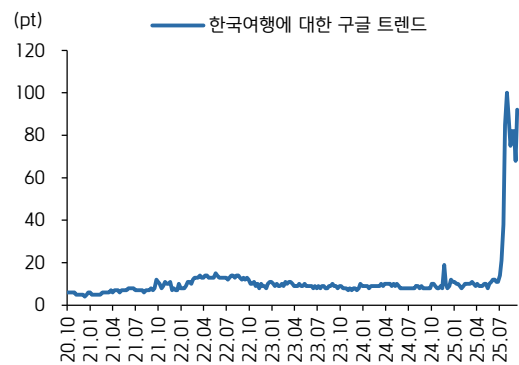
자료: UNWTO, 키움증권 리서치센터

K-콘텐츠에 대한 자국 내 '대중적 인기' 응답률



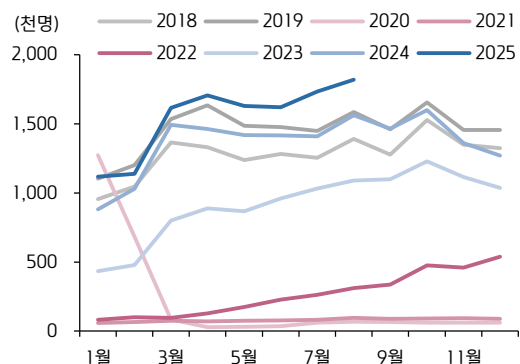
자료: KOFICE, 키움증권 리서치센터

한국 여행에 대한 구글 트렌드 추이_케데헌 효과



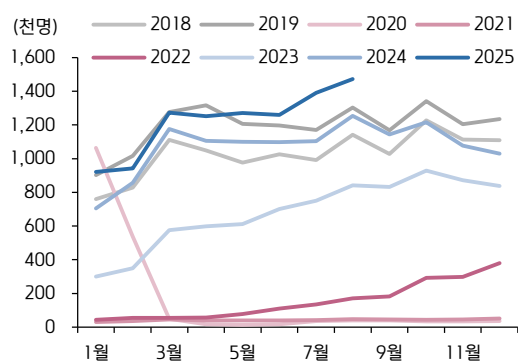
자료: 구글트렌드, 키움증권 리서치센터

월별 외국인 관광객 수 추이_전체



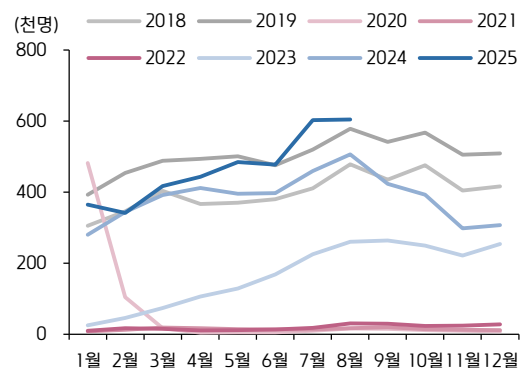
자료: 한국관광공사, 키움증권 리서치센터

월별 외국인 관광객 수 추이_아시아



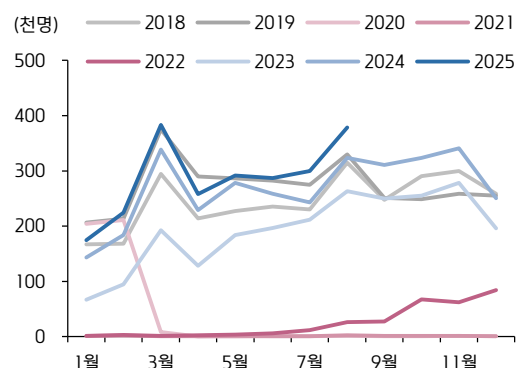
자료: 한국관광공사, 키움증권 리서치센터

월별 외국인 관광객 수 추이_중국



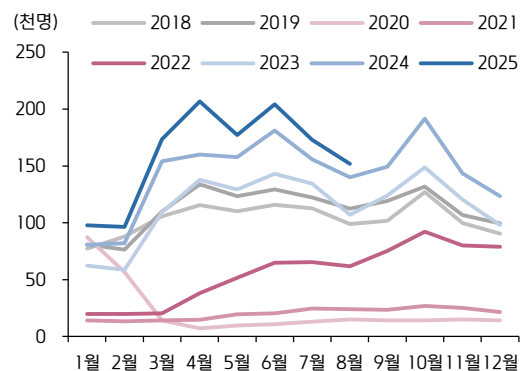
자료: 한국관광공사, 키움증권 리서치센터

월별 외국인 관광객 수 추이_일본



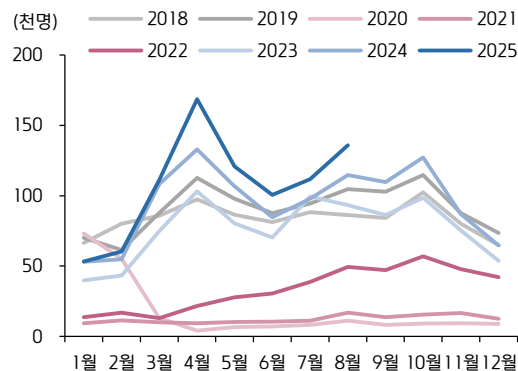
자료: 한국관광공사, 키움증권 리서치센터

월별 외국인 관광객 수 추이_미주



자료: 한국관광공사, 키움증권 리서치센터

월별 외국인 관광객 수 추이_유럽



자료: 한국관광공사, 키움증권 리서치센터

한국, 글로벌 여행 불확실성 속 가장 매력적인 대체 여행지

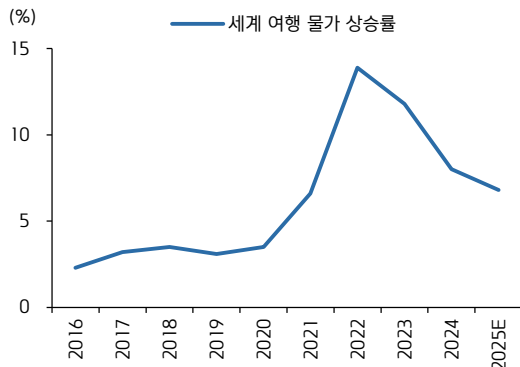
2025 년 이후 글로벌 여행 수요는 여전히 구조적 확장세를 이어갈 것으로 전망된다. 세계관광기구는 올해 전 세계 국제 관광객 수를 약 15 억 명으로 추정하며, 이는 전년 대비 +5% 증가한 수준이다. 다만 수요의 확산에도 불구하고 여행객들의 체감 물가 부담은 여전히 높은 상태다. 올해 세계 여행 관련 물가 상승률은 평균적으로 +6.8%를 기록하며 교통비·숙박비를 중심으로 높은 수준의 인플레이션이 지속되고 있다. 세계관광기구가 실시한 여행객 설문조사에서도 응답자의 상당수가 “높은 물가와 경기 불확실성으로 여행 계획을 보류하거나 단축했다”고 답했다. 이는 글로벌 여행 수요가 단기적으로는 고물가 압력에 영향을 받지만, 향후 경제 안정 국면 진입 시 잠재적 폭발력이 매우 크다는 점을 시사한다.

이런 가운데 한국의 여행지로서의 상대적 매력도는 오히려 강화되고 있다. 첫째, 지정학적 리스크가 낮고, 원화 약세가 지속되며 외국인 관광객 입장에서 ‘안전하면서도 가성비 높은 여행지’로 평가받고 있기 때문이다. 북미·유럽·일본 등 주요 선진국 대비 소비자물가 상승률이 안정적인 데다, 한국을 방문하는 외국인의 실질 체감 물가는 더 낮아졌다. 이는 고물가 시대에 한국이 합리적인 대체 관광지로 부상하고 있음을 보여준다.

기존 인기 관광지들이 잇달아 규제 강화를 통한 수요 조절 국면에 들어섰다. 일본은 2026 년부터 숙박세 인상과 면세제도 축소(한급형 전환) 를 추진하고 있으며, 유럽 주요국은 단기 숙박 허용일을 제한하고 숙박세·입국세를 잇달아 인상하고 있다. 미국 역시 ESTA(전자여행허가) 수수료를 21 달러에서 40 달러로 인상했으며, 하와이주는 숙박세를 10.25% → 11%로 올렸다. 이처럼 전 세계 주요 관광지가 규제 강화와 고물가 부담이라는 이중 압력에 직면하면서, 관광객들의 대체 여행지 탐색이 본격화되는 추세다.

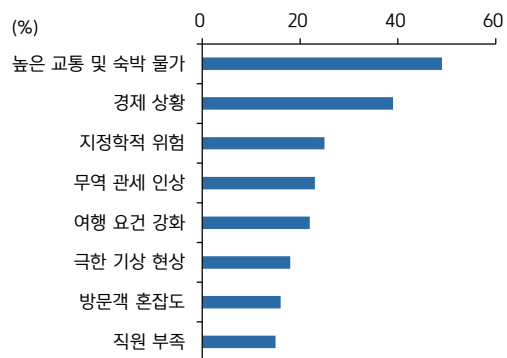
지정학적·자연재해 리스크 또한 한국의 상대적 매력을 부각시키고 있다. 일본은 정부 지질조사 결과를 근거로 “난카이 대지진이 30 년 내 80% 확률로 발생할 가능성”을 공식 발표했다. 이는 장기적으로 일본 여행에 대한 불안 심리를 자극하며, 동북아 내에서 상대적으로 안전한 한국으로 여행 수요가 이전될 가능성을 높인다. 또한 중국과 대만, 중동 등 일부 지역의 지정학적 긴장 고조 역시 한국을 안정적인 중간 허브형 여행지로 재조명하게 만드는 요인이다.

세계 여행 물가 상승률 추이_고물가 부담 지속



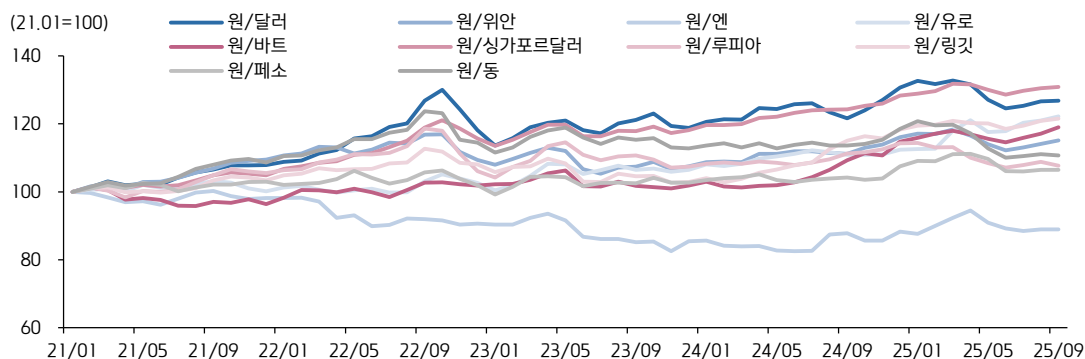
자료: UN TOURISM, 키움증권 리서치센터

25년 여행을 주저한 주요 원인_고물가 영향 주요



자료: UN TOURISM, 키움증권 리서치센터

원화 약세로 상대적으로 매력적인 환율



자료: 한국은행, 키움증권 리서치센터

인기 여행 지역은 숙박세 등 규제 강화로 오버투어리즘 대응_풍선효과 기대

지역	규제 내용	시행 여부
일본	일본 숙박세 도입 지역 확대 9곳 → 25곳 (1박 당 500~2,000엔)	2024.11부터 시행
	교토, 숙박세 인상, 1박당 1천엔 → 최대 1만엔	2026.03 시행 예정
	일본 면세 제도 변경, 현장 면세가 판매 → 출국 시 환급	2026.11 시행 예정
인도네시아	발리, 관광세 신설, 1회 입도 시 15만 루피아 부과	2024.02 시행
프랑스	단기 숙박 허용 일 수 120일 → 90일 축소	2025.01 시행
그리스	성수기 유무에 따른 크루즈 승객세 최대 20유로 부과	2025.07 시행
네덜란드	숙박요금의 12.5% 숙박세 부과	2024년 시행
이탈리아	베니스, 일일 관광객 입도세 5유로 부과 및 단체관광 25명 제한, 26년 확대 예정	2025년 시범 시행 중
미국	ESTA 수수료 인상, 기존 21달러 → 40달러	2025.10 시행
	하와이, 숙박세 10.25%→11%로 인상	2026.01 시행 예정

자료: 언론보도, 키움증권 리서치센터

>>> 호텔업, 여행 리오프닝 이후 구조적 수혜의 중심

일본 호텔 산업으로 미리보는 한국 호텔 산업의 미래

한국 여행 수요가 확대되는 추세 속에서 가장 먼저 수혜를 받을 업종은 단연 호텔 산업이다. 코로나 기간 동안 전 세계적으로 호텔 투자가 급격히 위축되며 공급이 감소한 반면, 포스트 팬데믹 시점에는 여행 수요가 빠르게 회복되며 객실 점유율(OCC)과 평균 객단가(ADR) 모두가 동반 상승세를 기록하고 있다. 특히 한국의 경우 외국인 관광객 수가 2019 년 대비 108% 수준으로 회복된 상황에서, 호텔 체류 수요가 구조적으로 확대되고 있어 중장기적 실적 개선이 불가피한 국면에 진입했다.

호텔 산업에서 OCC(객실 점유율) 80%는 '풀캐파(Full Capacity)' 로 평가된다. 이는 평일 투숙률까지 포함한 수치로, 대부분의 호텔은 서비스 품질 유지와 인력 효율성을 고려해 75~85% 수준의 OCC 를 이상적으로 본다. 결국 80% 이상에 도달한 시점부터는 더 이상의 수용 여력이 제한되기 때문에, 호텔들은 객실 요금(ADR)을 인상함으로써 수요를 조절하게 된다. 이 지점이 바로 호텔 산업의 수익성이 급격히 개선되는 구간이다.

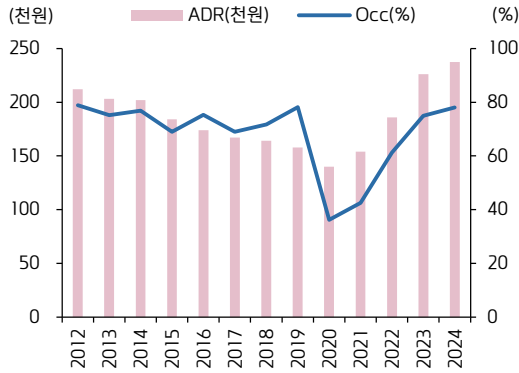
일본의 사례는 이를 잘 보여준다. 일본은 2023 년 OCC 가 팬데믹 이전 수준을 완전히 회복하며 '풀캐파 국면'에 진입했다. 그 결과 호텔 객단가(ADR)는 불과 2 년 반 만에 35% 상승했다. 이는 5성급 호텔뿐 아니라 비즈니스·중저가 호텔까지 포함된 수치로, 특히 관광객 비중이 높은 3성급 이하 호텔의 상승률은 평균치를 크게 상회했다. 즉, 수요가 한계치에 도달한 뒤 나타나는 ADR 인상 사이클은 구조적이며, 이는 단기적인 경기 회복이 아닌 산업 전반의 체질 변화로 이어진다.

문제는 공급이 따라가지 못한다는 점이다. 호텔 신축은 높은 초기비용과 긴 공사 기간, 낮은 투자 회수율로 인해 진입장벽이 매우 높다. 코로나 기간 동안 전 세계 부동산·건설비용이 급등하면서 신규 개발 프로젝트는 사실상 중단되었고, 국내 역시 도심 내 신규 부지를 확보하기 어려운 구조다. 이에 따라 대부분의 호텔들은 리모델링 또는 리브랜딩 형태로만 객실 공급을 확대하고 있다. 결국 단기적으로 신규 공급이 늘어나기 어려운 환경에서 수요가 지속적으로 증가한다면, 호텔 산업의 매출 성장세는 확정적 방향성을 갖는다고 볼 수 있다.

현재 한국의 서울 주요 호텔 OCC 는 약 80%에 근접하고 있다. 이는 사실상 풀캐파 구간 진입을 의미하며, 향후 중국 단체 관광객 회복과 글로벌 인바운드 증가세가 이어질 경우 ADR 상승 사이클이 본격화될 가능성이 높다. 또한 단기적으로는 에어비앤비 규제 강화가 호텔 업계에 긍정적으로 작용할 전망이다. 오는 10 월 16 일부터 영업신고 의무화가 전면 시행되며, 내년 1 월 1 일부터는 미신고 숙소 예약이 차단된다. 2023 년 기준 국내 에어비앤비 등록 숙소는 약 7 만 2,400 개로, 이 중 아파트 등 공유숙박 형태가 절반가량을 차지한다. 문제는 등록 숙소 중 약 41%(3 만 개 이상) 가 사실상 불법 운영 중이라는 점이다. 이 제도가 시행되면 전체 숙소 공급의 상당 부분이 사라지게 되며, 이에 따른 풍선효과로 전통 호텔 수요가 급증할 가능성이 높다.

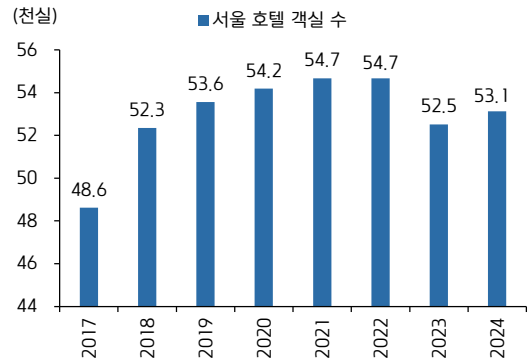
이처럼 수요는 빠르게 늘고 있지만 공급은 제한적인 환경에서 호텔 산업은 향후 최소 2~3년간 구조적인 성장을 이어갈 가능성이 높다. OCC가 이미 80% 수준에 도달한 가운데, ADR이 상승 국면에 진입하면 호텔 업계는 단순 회복을 넘어 레벨업된 수익성 구조를 확보하게 된다. 결국 한국 호텔 산업은 글로벌 여행 회복과 정책 지원, 규제 환경 변화가 맞물리며 2026~2028년 '리레이팅 사이클'의 초입에 들어섰다고 판단한다.

서울 호텔 평균 ADR 및 OCC 추이



자료: 출처, 키움증권 리서치센터

서울 호텔 객실 수



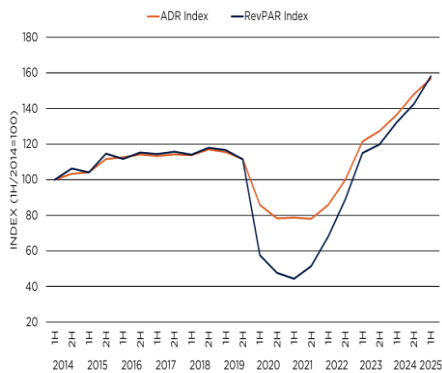
자료: 호텔협회, 키움증권 리서치센터

에어비앤비_숙박업 영업신고 의무화

건물 유형	호스팅 지역	취사 가능	실거주 요건	숙박업 종류	발급필요문서
단독,다가구,다세대,연립,아파트	도시	O	O	외국인관광도시민박업	관광사업등록증
단독,다가구,복합건축물	농어촌/준농어촌	O	O	농어촌민박업	농어촌민박사업자신고필증
한옥	무관	O	X	한옥체험업	관광사업등록증
여관, 여인숙, 모텔		X	X	일반숙박업	영업신고증
레지던스 생활형 숙박시설		O	X	생활숙박업	영업신고증
호텔, 게스트하우스		O	X	호텔업	관광사업등록증
관광호텔, 1~5성급 호텔		X	X	관광호텔업	관광사업등록증

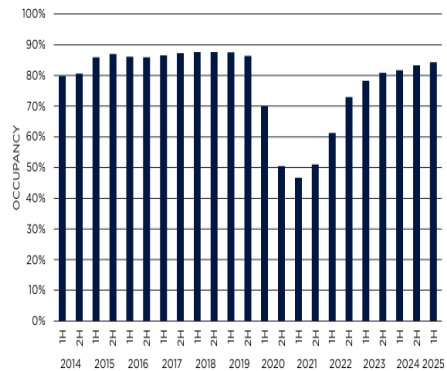
자료: 에어비앤비, 키움증권 리서치센터

일본 호텔 ADR INDEX 추이



자료: J-REIT disclosures, SRC, 키움증권 리서치센터

일본 호텔 OCC 추이



자료: J-REIT disclosures, SRC, 키움증권 리서치센터

GS피앤엘: 호텔업 대장주, 구조적 성장의 중심

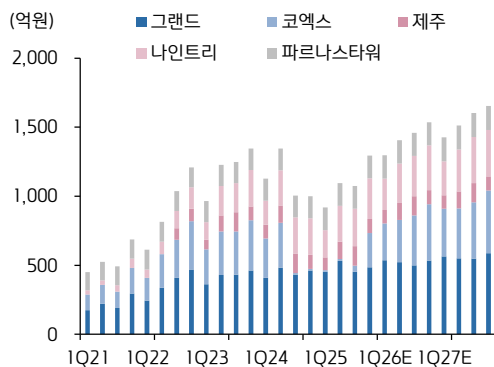
호텔 산업이 여행 수요 회복의 수혜를 본격적으로 누리고 있는 가운데, 국내 상장사 중에서 호텔 본업 비중이 75% 이상인 유일한 순수 호텔 기업이 바로 GS 피앤엘(499790)이다. 2024년 12월, GS 리테일에서 분할 상장된 이후 파르나스 호텔(5성급)과 나인트리 호텔(비즈니스급)을 주력으로 운영하고 있다. 이는 카지노나 부동산 임대 등 타 사업 비중이 높은 여타 기업들과 달리, GS 피앤엘이 국내에서 보기 드문 '호텔 전문 상장사'라는 점에서 구조적 리레이팅 여력을 지닌다.

특히 코엑스 지역의 리노베이션 효과가 2026년부터 본격화될 전망이다. '인터컨티넨탈 서울 코엑스'는 지난해 6월 30일부터 약 1년간 리모델링을 거쳐 올해 '웨스틴 서울 파르나스'로 9월 15일 재개관했다. 개장 초기 예약률은 40~50% 수준으로 파악되지만, 인바운드 회복세가 맞물리며 2026년 평균 OCC 70%대까지 회복이 가능할 것으로 예상된다. 리뉴얼을 통해 객실 수를 656실 → 564실로 축소했으나 ADR을 기존 대비 50% 이상 인상하며 객실 단가 중심의 수익 구조로 전환했다.

2026년 GS 피앤엘의 연결 기준 매출액은 6,175억원(YoY +33%), 영업이익은 1,267억원(YoY +62%)으로 가파른 성장세가 전망된다. 이는 보수적인 ADR 가정을 기반으로 한 수치로, 나인트리 +10%, 그랜드 인터컨티넨탈 +7%, 코엑스 +5% 상승을 전제로 산출되었다. 그러나 앞서 살펴본 인바운드 확대와 OCC 상향, 에어비앤비 규제 강화에 따른 전통 호텔 수요 전이까지 고려하면 추정치를 상회할 가능성도 충분하다.

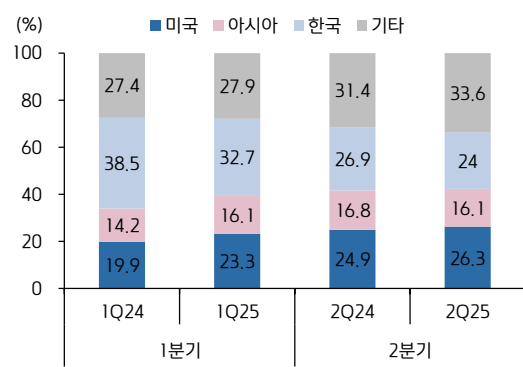
밸류에이션 측면에서도 상대적 저평가 구간에 있다. 현재 2026년 예상 EPS 기준 PER은 약 14배 수준으로, 글로벌 호텔 대형사(메리엇, 힐튼, 하얏트 등)의 평균 PER 28배 대비 절반 수준이다. 국내 상장사 중 유일하게 호텔 본업이 매출의 75% 이상을 차지하고, 리테일·면세 등 변동성이 높은 부문에 노출되지 않았다는 점을 감안하면 현재 밸류에이션은 저평가 상태로 판단된다. 라이선스 사업을 영위하지 않는 점을 감안해 25% 할인율을 적용하더라도 약 40%의 업사이드가 열려 있다. 이는 단기 실적 성장뿐 아니라 산업 구조상 희소성이 반영된 리레이팅 구간으로 볼 수 있다.

GS피앤엘_분기별 호텔별 매출 추이 및 전망



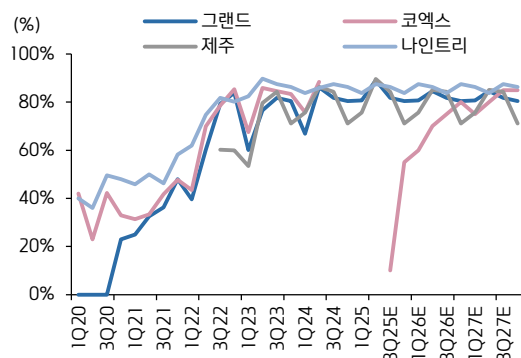
자료: GS피앤엘, 카움증권 리서치센터

그랜드_분기별 국가별 고객 비중 추이



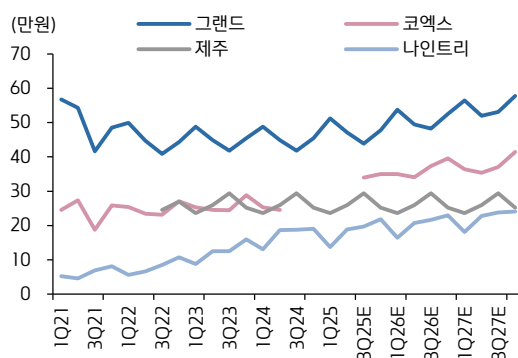
자료: GS피앤엘, 카움증권 리서치센터

GS피앤엘_분기별 OCC 추이 및 전망



자료: GS피앤엘, 키움증권 리서치센터

GS피앤엘_분기별 ADR 추이 및 전망



자료: GS피앤엘, 키움증권 리서치센터

GS피앤엘 운영 호텔 현황

구분		객실수	개관	소유 구분
5성급 호텔	그랜드 인터컨티넨탈 서울 파르나스	550	1988.08	소유
	웨스틴 서울 파르나스	564	2025.09	소유
	파르나스 호텔 제주	307	2022.07	임대
비즈니스호텔	나인트리 바이 파르나스 서울 명동 I	144	2012.12	임대
	나인트리 바이 파르나스 서울 명동 II	408	2017.03	임대
	나인트리 바이 파르나스 서울 인사동	301	2019.10	임대
	나인트리 바이 파르나스 서울 동대문	219	2020.01	임대
	나인트리 바이 파르나스 서울 판교	315	2021.06	임대
비즈니스호텔(위탁운영)	나인트리 프리미어 로카우스 호텔 서울 용산	274	2023.04	임대
임대 오피스	파르나스 타워	-	2016.07	소유

자료: GS피앤엘, 키움증권 리서치센터

>>> 아웃바운드 여행업: 긴 조정의 끝, 4분기 반등 시작

하나투어: 패키지 수요 회복과 인바운드 사업 확대 기대

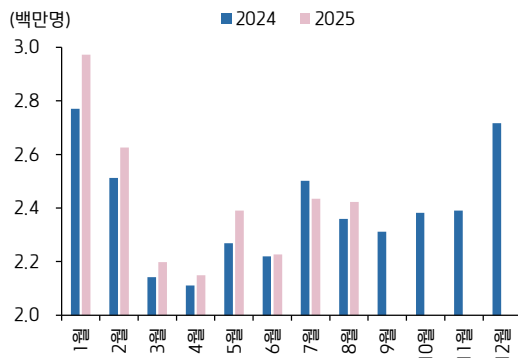
올해 아웃바운드 여행 산업은 인바운드 시장과 달리 녹록지 않은 환경을 겪고 있다. 해외 항공권과 호텔 요금 등 여행 물가가 상승세인데다, 원화 약세가 지속되며 해외여행 비용 부담이 커졌다. 이에 따라 소비자들의 체감 물가는 급등했고, 특히 고물가·고환율 환경은 해외여행을 계획하던 중장년층의 소비 여력을 크게 제약했다. 정치적 불확실성도 추가적인 부담 요인이었다. 지난해 12월 계엄령 사태 이후 대선 정국이 이어지면서 국민 정서가 위축되었고, 그 여파로 전체 출국객 수는 올해 8월 누적 기준 1,942만 명(YoY +2.8%)에 그쳤다. 특히 패키지 여행 수요는 감소세가 뚜렷해 하나투어의 패키지 송출객 수가 전년 대비 -4.8% 감소하며 회복 흐름이 기대에 미치지 못했다.

다만, 이러한 부진 국면이 3 분기를 끝으로 마무리될 가능성이 높다. 우선 하나투어는 시장 환경 악화 속에서도 AI 기반 맞춤형 시스템을 본격 도입하며 자유여행(FIT) 부문에서 전년 대비 +21%의 견조한 성장세를 기록했다. 또한 10월에는 10 일간의 긴 추석 연휴가 있었던 만큼, 해외여행 예약이 9월부터 빠르게 늘며 패키지 수요 회복이 본격화되고 있다. 11~12월 예약률이 전년 수준을 상회하고 있어 4분기 영업이익은 역대 최고치를 경신할 가능성이 높다. 이는 단기적인 반등을 넘어, 내년 1분기 성수기까지 이어질 가능성이 크다. 결국 올해는 긴 조정의 끝자락, 회복의 초입 구간으로 판단된다.

중장기적으로는 인바운드 사업 진출이 새로운 성장 동력으로 작용할 전망이다. 하나투어는 최근 네이버의 공식 인바운드 여행 예약 파트너사로 선정되며 외국인 관광객을 대상으로 한 여행상품 판매를 본격화할 계획이다. 특히 네이버 맵 내에서 외국인 관광객이 투어·체험 상품을 직접 예약할 수 있는 기능이 연동될 예정으로, 플랫폼 기반 신규 매출원이 추가되는 셈이다. 이는 기존의 아웃바운드 중심 사업 구조에서 벗어나 인바운드 성장의 과실까지 동시에 누릴 수 있다는 점에서 의미가 크다.

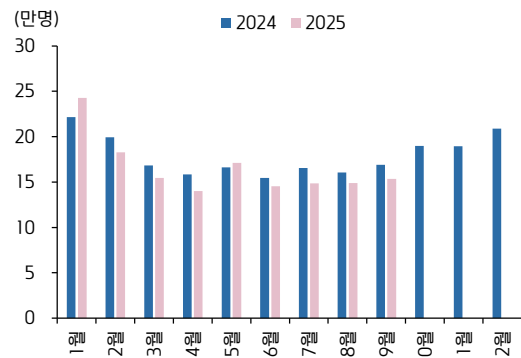
2026년 기준으로 하나투어의 매출액은 6,857억원(YoY +15.6%), 영업이익은 708억원(YoY +32%)으로 본격적인 회복세가 예상된다. 패키지 여행 수요가 안정화되고 FIT 고객 비중이 확대되는 가운데, AI 기술과 플랫폼 제휴를 통한 운영 효율화가 수익성 개선을 견인할 전망이다.

한국_해외 출국객 수 추이



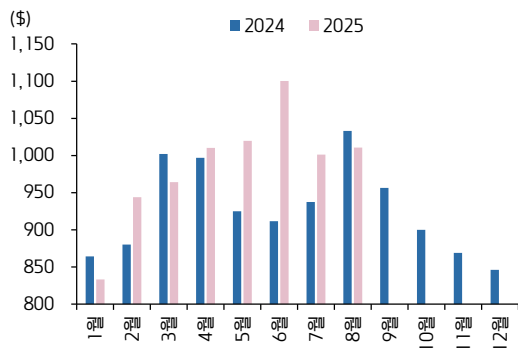
자료: 한국관광공사, 키움증권 리서치센터

하나투어_패키지 송출객 수 추이



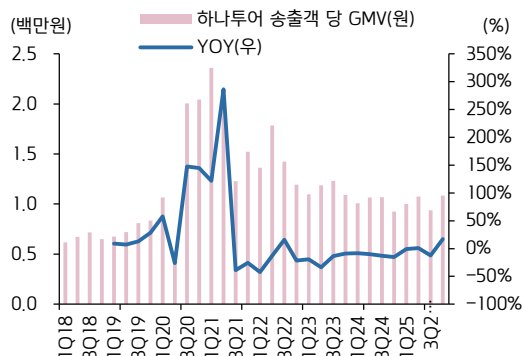
자료: 하나투어, 키움증권 리서치센터

한국_1인당 관광 지출(달러) 추이



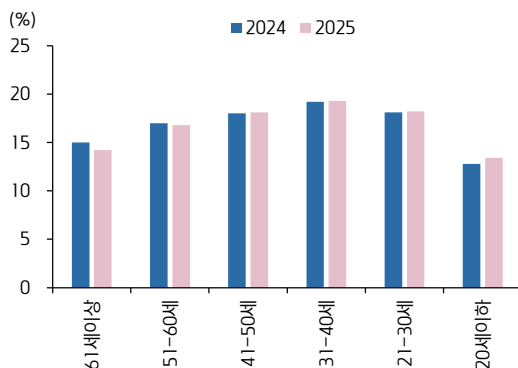
자료: 한국관광공사, 키움증권 리서치센터

하나투어_PKG 인당 수탁금 추이



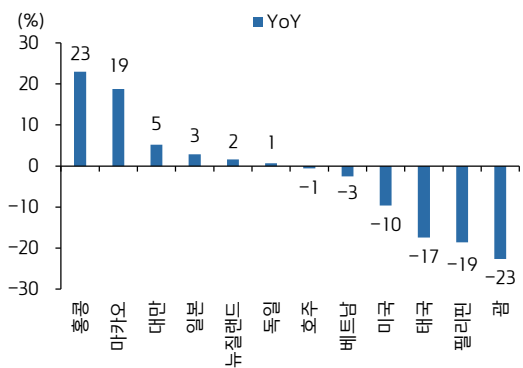
자료: 하나투어, 키움증권 리서치센터

한국_1인당 관광 지출(달러) 추이



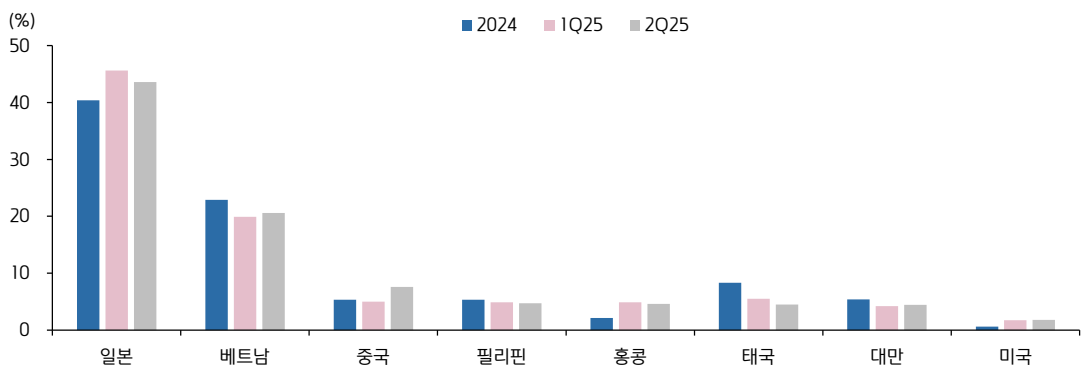
자료: 한국관광공사, 키움증권 리서치센터

2025년 누계 전년 대비 국민 해외관광객 비교



자료: 한국관광공사, 키움증권 리서치센터

국민 해외여행 방문지 비중 추이



자료: 문화체육관광부, 키움증권 리서치센터

Ⅲ. 카지노 산업, 인바운드 모멘텀

>>> 외인 카지노, 인바운드 확대의 직간접 수혜

인바운드 모멘텀 속 카지노 산업의 명암

한국을 찾는 외국인 관광객이 빠르게 증가하는 가운데, 외국인 전용 카지노 업종 역시 인바운드 수요 확대의 대표적 수혜가 예상된다. 지난 30년간 통계를 살펴보면, 연평균 외래 방문객의 약 20%가 카지노를 방문한 것으로 추정된다. 즉, 외국인 관광객의 증가가 곧 외인 카지노의 수요 확대로 직결되는 구조다. 올해 인바운드 수요가 코로나 이전(2019년) 대비 108%를 상회하는 가운데, 카지노 방문객 수도 동반 상승하며 관련 산업 전반에 긍정적 모멘텀을 제공하고 있다.

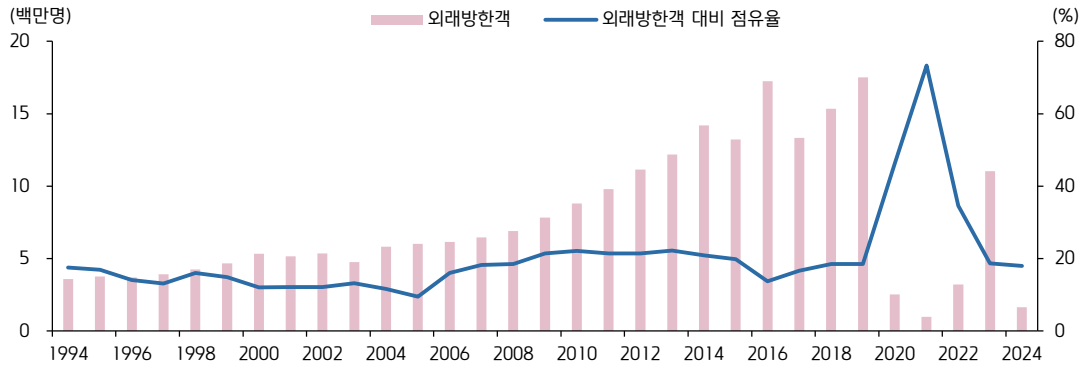
다만, 업체별 대응 전략에 따라 실적 격차가 뚜렷하게 벌어지고 있다. 파라다이스는 MASS 중심으로 체질을 전환하며 시장의 구조적 변화를 선제적으로 대응하고 있다. 과거 10% 후반대에 불과했던 MASS 매출 비중은 현재 20% 중반 수준으로 확대되었고, MASS 드롭액은 코로나 이전(2019년) 대비 +42% 증가했다. 이는 복합리조트 파라다이스 시티의 대중 수요 유입이 본격화된 결과로, 인천·부산·제주 등 주요 거점에서도 고른 성장세를 보이고 있다. 특히 최근에는 VIP 중심의 단일 구조를 벗어나 MASS + VIP 동반 성장의 복합 포트폴리오를 구축했다는 점이 차별적이다.

반면, GKL은 여전히 회복세가 제한적인 모습이다. 2024년 기준 MASS 드롭액은 코로나 이전 수준의 63%에 불과, 전년 대비로도 -2% 역성장을 기록했다. 또한, 일본 VIP 회복에도 불구하고, 중국 및 기타 VIP 수요가 여전히 팬데믹 이전 대비 크게 부진한 모습이다. 마카오·라스베이거스 등 주요 글로벌 카지노는 이미 '복합리조트(Integrated Resort)' 중심으로 MASS 고객층을 흡수하고 있다. 쇼핑·공연 등 비카지노 서비스를 강화해 체류형 수요를 유도하는 구조다. 이에 비해 GKL은 도심형 입지라는 지리적 강점을 보유하고 있음에도 복합 콘텐츠 부문에서의 경쟁력이 상대적으로 부족하다.

이와 달리 파라다이스는 호텔 운영 역량을 내재화하며 구조적 경쟁력을 확보하고 있다. '파라다이스 시티 호텔'과 '아트파라디소', '부산 파라다이스 호텔'을 직접 운영하며 카지노 고객의 체류형 소비를 확대하는 전략을 추진 중이다. 최근에는 그랜드 하얏트 인천 웨스트타워(501실)를 약 2,100억원에 인수하며 호텔 자산 확장을 가속화했다. 기존 파라다이스 시티 호텔은 객실 포화로 인해 VIP 대상 콤프 객실 제공이 제한적이었으나, 하얏트 인수를 통해 VIP 전용 콤프 객실 비중을 주말 기준 약 20%p 확대할 수 있을 것으로 보인다. 이는 단순한 객실 확보가 아닌 카지노 매출 확대를 위한 전략적 자산 운용으로 평가된다.

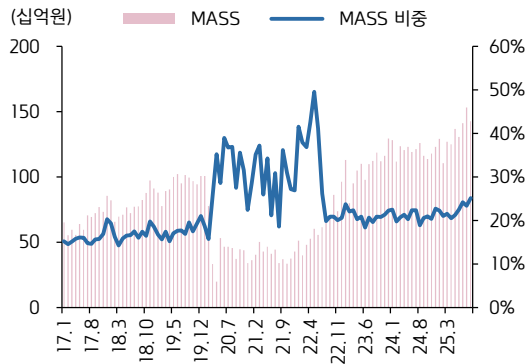
해당 인수로 인한 카지노의 영업이익 개선 효과는 약 260억원, 호텔 자체 운영이익 50억원을 포함하면 총 310억원 규모의 시너지가 기대된다. 연간 영업이익 추정치는 기존 대비 약 +15% 상향 여력이며, VIP 회복세가 가시화되고 콤프 객실 활용률이 높아질 경우 이를 상회할 것으로 기대된다.

국내 외래방한객 및 외인 카지노의 외래방한객 대비 점유율 추이



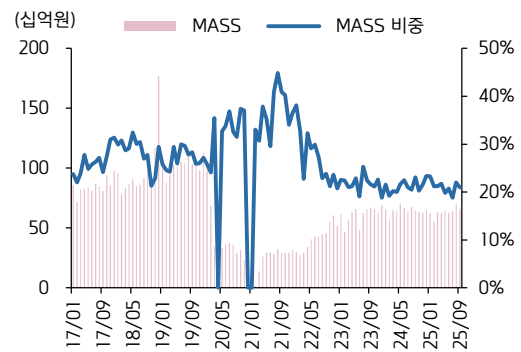
자료: 카지노협회, 키움증권 리서치센터

파라다이스_월별 MASS 드롭액 및 비중 추이



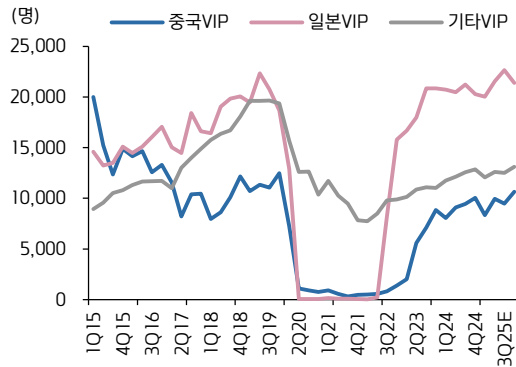
자료: 파라다이스, 키움증권 리서치센터

GKL_월별 MASS 드롭액 및 비중 추이



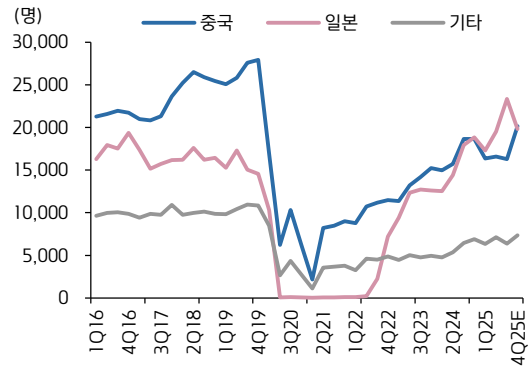
자료: GKL, 키움증권 리서치센터

파라다이스_분기별 외국인 VIP 방문객 수 추이



자료: 파라다이스, 키움증권 리서치센터

GKL_분기별 외국인 방문객 수 추이



자료: GKL, 키움증권 리서치센터

>>> 인스파이어 카지노: 경쟁이 아닌 자극, 시장 파이를 키우다

2025 년 실적만 놓고 보면, 외국인 카지노 업계 전반이 인바운드 수요 증가폭에 비해 실적 개선 속도가 더디게 나타났다. 외래 방한객 수가 전년 대비 +16% 증가했음에도 불구하고, 파라다이스의 드롭액은 +3% 성장에 그쳤다. 세부적으로 보면 MASS 드롭액 +10%, 일본 VIP +4%로 양호한 성장세를 보였으나, 중국 VIP -1%, 기타 VIP -4% 감소가 이를 상쇄했다. GKL 역시 구조적인 체질 개선이 지연되며 회복 탄력은 제한적이었다.

이처럼 주요 외인 카지노 기업들의 성장세가 둔화된 원인으로는 지난해 2 월 개장한 인천 영종도의 인스파이어 카지노의 등장 영향이 크다. 다만, 이번 변화는 단순한 시장 잠식이 아닌 시장 확대 효과(Cluster Effect) 로 작용하고 있다. 2006 년 GKL 이 출범했을 당시 파라다이스의 실적이 급락했던 것과 달리, 현재는 인스파이어 개장 이후에도 파라다이스 실적이 안정적으로 유지되고 있음이 그 증거다. 즉, 경쟁자의 진입이 오히려 외국인 관광객의 방문 목적지를 다양화시키며 한국 카지노 시장의 파이가 커지고 있는 상황으로 해석된다.

인스파이어는 개장 초기부터 강력한 복합리조트를 구축했다. 개장 이후 9 월까지 월평균 카지노 순매출은 약 150 억원, 월 방문객 수는 3.2 만 명, 호텔 객실 점유율은 77% 수준으로 성공적인 출발을 보였다. 이후 내부 몰, 워터파크 스피라시베이, 공연장 등을 순차적으로 오픈하며 비카지노 부문을 강화한 결과, 올해 들어 월평균 카지노 매출 300 억원 수준까지 성장한 것으로 파악된다. 이는 개장 1 년 만에 사실상 매출 두 배 성장을 달성한 셈이다.

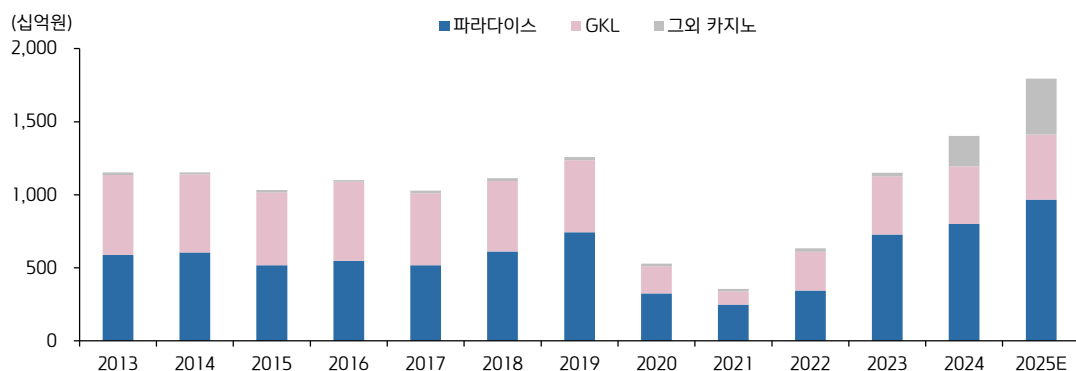
특히 인스파이어는 단순한 카지노 중심 구조에서 벗어나 공연·전시·쇼핑·엔터테인먼트를 결합한 MASS 친화형 리조트 모델을 구축하고 있다. 9 월에는 중화권 인기 가수 재키 청(Jacky Cheung) 의 내한 콘서트를 유치해 대중 관광객의 유입을 극대화했으며, 지난달 24 일에는 중국인 여행객의 접근성을 높이기 위해 '위챗 미니 프로그램'을 공식 오픈했다. 또한 힐튼(Hilton)과의 전략적 파트너십을 통해 호텔·회원·마일리지 프로그램을 연계하는 등 글로벌 고객 유치에 적극적이다.

물론 인스파이어는 높은 초기 비용이 투입된 대규모 프로젝트로, 코로나 기간 완공되며 재무적 부담이 커졌다. 이 때문에 개장 초기부터 공세적 마케팅과 프로모션 중심의 전략을 취하고 있으며, 이러한 공격적 영업은 단기적으로 경쟁사 매출에 일부 부담을 주는 요인으로 작용했다. 그러나 시장 전체 관점에서 보면, 인스파이어의 등장으로 영종도 지역이 마카오처럼 복합 카지노 클러스터로 발전하는 계기가 되고 있으며 실제로 전체 카지노사 합산 매출액은 가파른 성장세를 기록 중이다.

이에 따라 파라다이스는 오히려 중장기적 수혜를 볼 가능성이 높다. 파라다이스는 인천 영종도에 위치한 파라다이스 시티를 기반으로 인스파이어와의 복합 관광 시너지를 기대할 수 있는 유일한 기업이다. 특히 최근 그랜드 하얏트 인천 웨스트타워 인수(2,100 억원) 로 호텔 객실을 확충하며 리조트 내 체류형 수요 확대에 나서고 있다. 양사는 경쟁 관계이지만, 외국인 관광객 입장에서는 영종도 인식이 강화되며 방문객 총량이 확대되는 선순환 구조가 형성되고 있다. 이로 인해 파라다이스는 단기 실적보다 중장기 관점에서 영종도 클러스터의 중심축으로 부각될 가능성이 높다.

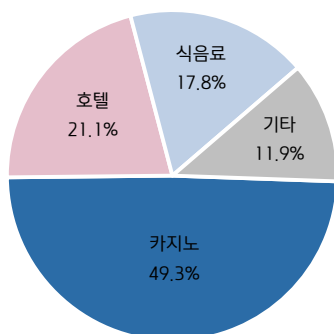
반면, GKL 은 도심 내 접근성과 브랜드 인지도에도 불구하고 복합 리조트형 콘텐츠가 부재한 탓에 경쟁력 약화가 우려된다. 현재와 같은 정체된 구조를 탈피하기 위해서는 호텔 매입, 신규 카지노 신설, 외부 제휴 확대 등 보다 적극적인 구조 개선이 필요한 시점이다.

육지 외국인전용 카지노 매출 추이



자료: 한국카지노업관광협회, 각 사, 키움증권 리서치센터

인스파이어 4Q23~3Q24 매출 비중



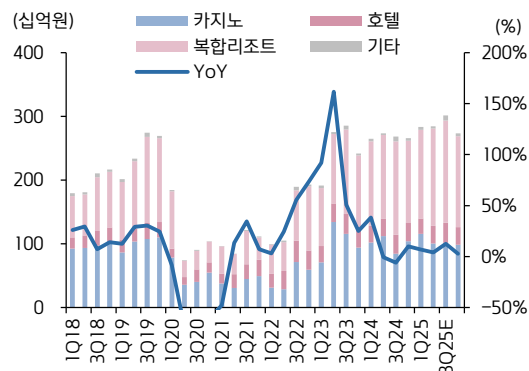
자료: 인스파이어, 키움증권 리서치센터

인스파이어_재키청 첫 방한 콘서트 개최



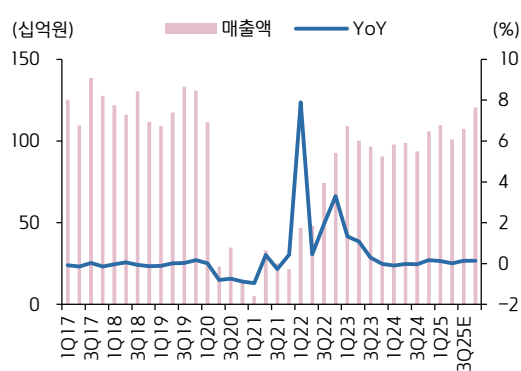
자료: 언론보도, 키움증권 리서치센터

파라다이스_매출액 추이 및 전망



자료: 파라다이스, 키움증권 리서치센터

GKL_매출액 추이 및 전망



자료: GKL, 키움증권 리서치센터

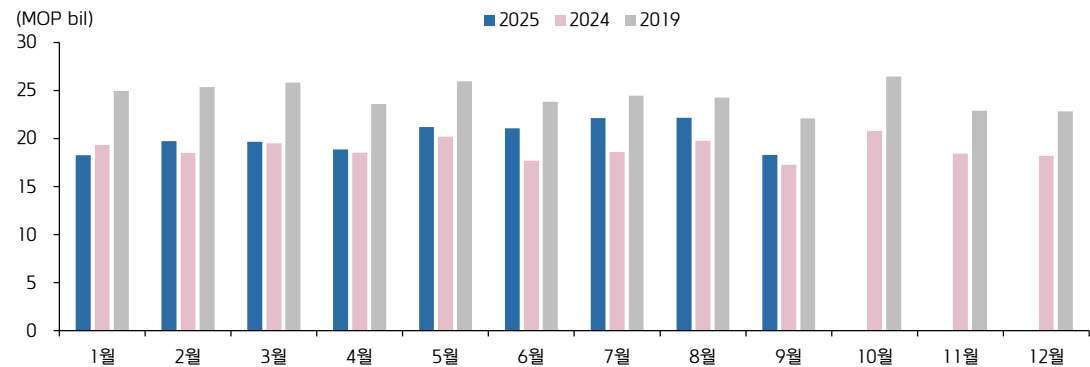
>>> 마카오 카지노: 다시 가동된 성장 엔진

마카오 카지노 산업은 2024년 6월 이후 빠른 회복세를 보이고 있다. 월별 총게임수입(GGR)은 6월 +19% YoY, 7월 +19%, 8월 +12%를 기록하며 세 달 연속 두 자릿수 성장을 이어갔다. 9월에는 +6% YoY로 상승폭이 다소 둔화되었으나, 이는 슈퍼태풍 '라가사'의 영향으로 9월 24~25일 약 33시간 카지노가 전면 폐쇄된 데 따른 일시적 요인이다. 영업일수를 감안하면 여전히 높은 성장세가 유지된 것으로 평가된다.

특히 마카오 방문객 중 중국 본토 관광객 비중이 전년 대비 확대되고 있다는 점이 주목된다. 이는 단순히 비카지노 요인(공연·이벤트)에 의한 단기 반등이 아니라 중국 내 고소득층 및 VIP 고객의 카지노 수요가 구조적으로 회복되고 있음을 시사한다. 올해 6월 서프라이즈 성장 당시 시장은 중화권 가수 재키 청(Jacky Cheung)의 콘서트 효과로 일시적인 수요 확대가 있었다고 평가했으나, 견조한 성장세가 지속되고 있어 카지노 본업의 회복세가 본격화된 것으로 보인다.

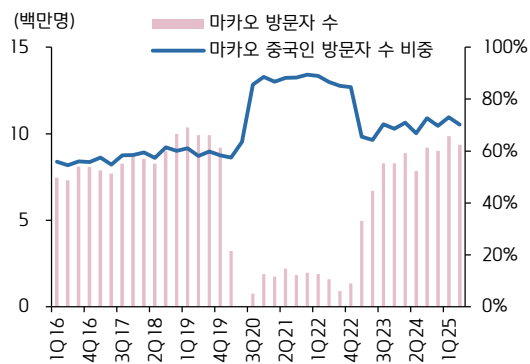
또한 마카오 카지노들은 팬데믹 이후 축소했던 콤프(Comp) 정책과 마케팅 활동을 다시 확대하는 추세다. 고객 유인 전략이 강화되며 VIP 회복과 MASS(대중) 부문 성장의 균형을 맞추고 있으며, 최근 암호화폐 자산 가치 상승이 일부 VIP 고객의 자산 효과로 작용한 점도 긍정적이다. 이는 중국발 카지노 수요가 다시금 정상화되고 있음을 보여주는 지표로, 국내 외인 카지노에도 중장기적으로 우호적인 환경이다.

마카오 카지노 GGR 합산 GGR 추이



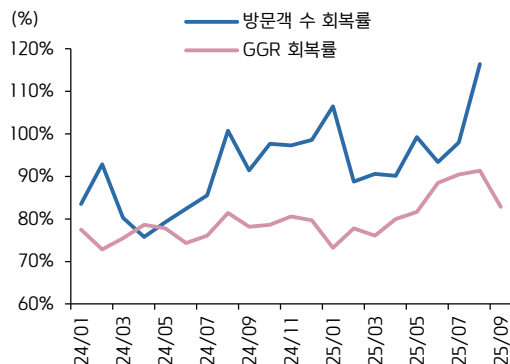
자료: DSEC, 키움증권 리서치센터

마카오 방문자 수 및 中본토 방문자 수 비중



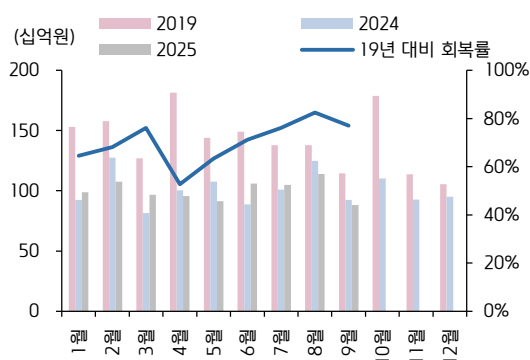
자료: DSEC, 키움증권 리서치센터

마카오 방문객 수 회복률 및 GGR 회복률 추이



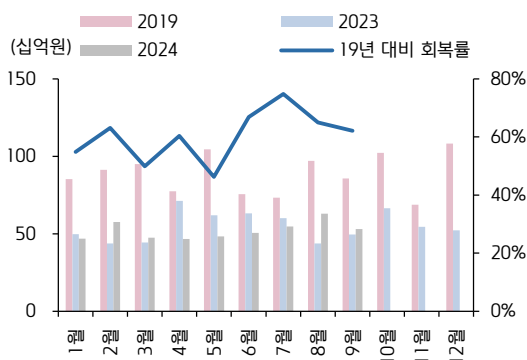
자료: DSEC, 키움증권 리서치센터

파라다이스_중국 VIP 드롭액 및 회복률 추이



자료: 파라다이스, 키움증권 리서치센터

GKL_중국 VIP 드롭액 및 회복률 추이



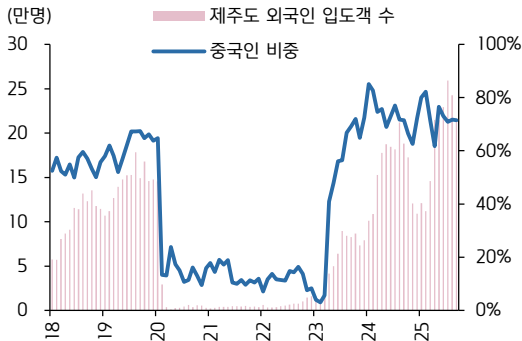
자료: GKL, 키움증권 리서치센터

>>> 제주 인바운드 확장과 롯데관광개발의 구조적 성장

2025 년 들어 제주 지역의 인바운드 수요가 빠르게 회복되고 있다. 9 월까지 누적 제주 외국인 입도객 수는 176 만 명(YoY +17.5%)으로 견조한 흐름을 보였다. 다만 동기간 중국 입국객 수 증가율(+17.3%)과 유사한 수준임을 감안하면, 기존 무사증 제도 효과는 제한적이었던 것으로 판단된다. 이에 9 월 말 중국 단체관광객 대상 무비자 시행으로 제주 지역에 대한 여행 수요 영향도 부정적이기보다는 긍정적인 요소로 작용할 가능성이 오히려 큰 것이다.

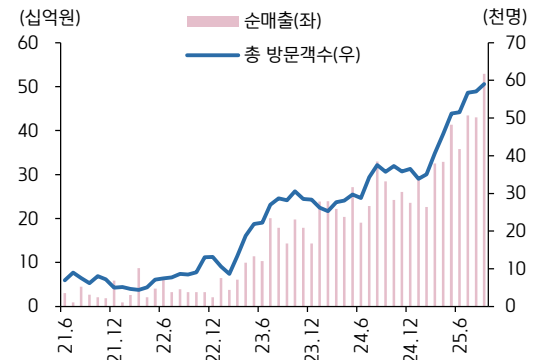
롯데관광개발은 올해 9 월까지 누적 드롭액 2 조 원(YoY +57%)을 기록하며 국내 카지노 업종 내 가장 가파른 성장세를 보였다. 이는 단순히 인바운드 회복 효과를 넘어, 강력한 네트워크와 영업력, 현지화 전략이 결합된 결과로 해석된다. 특히 제주 드림타워 복합리조트를 중심으로 MASS 유입이 확대되는 동시에, VIP 고객 비중도 점진적으로 상승하고 있는 점이 긍정적이다. 즉, 고객 수 증가뿐 아니라 인당 드롭액의 동반 상승이 실질적인 수익성 개선으로 이어지고 있다.

제주도 외국인 입도객 수 추이



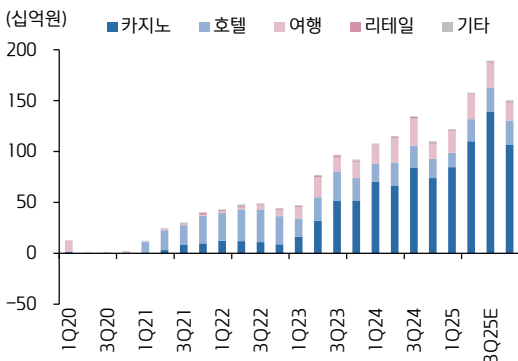
자료: 제주관광협회, 키움증권 리서치센터

롯데관광개발_순매출액 및 방문객 수 추이



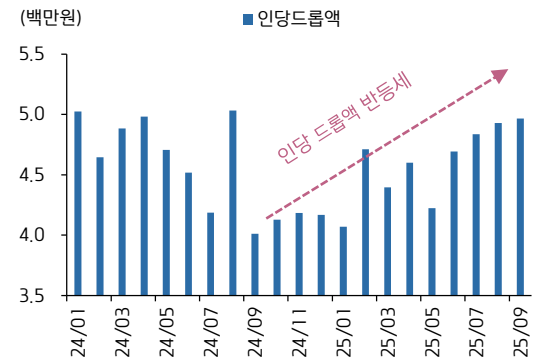
자료: 롯데관광개발, 키움증권 리서치센터

롯데관광개발 부문별 매출 추이 및 전망



자료: 롯데관광개발, 키움증권 리서치센터

롯데관광개발_인당드롭액 반등세



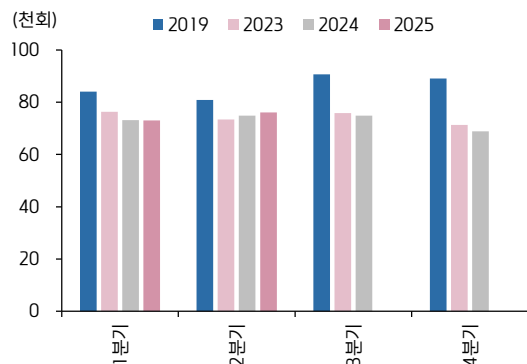
자료: 롯데관광개발, 키움증권 리서치센터

>>> 국내 여행 수요 회복과 강원랜드의 구조적 대응

국내 여행 수요는 완만한 회복세를 보이고 있다. 올해 기준 국민 1인당 여행 횟수는 전년 대비 소폭 증가했지만, 여전히 코로나 이전(2019년) 수준을 약 -15% 가량 하회하고 있다. 강원랜드 역시 이러한 흐름에서 크게 벗어나지 못했지만, 방문자 수는 코로나 이전의 86% 수준까지 회복되었고, VIP 멤버십 확대와 고객 관리 강화에 힘입어 인당 드롭액이 꾸준히 증가하고 있다. 이에 따라 2025년 드롭액은 약 6조 원으로, 코로나 이전 수준의 92% 수준까지 회복될 것으로 전망된다.

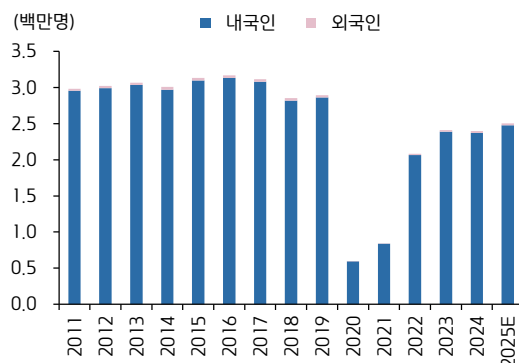
중장기적으로는 지리적 한계를 보완하기 위한 접근성 개선 프로젝트가 본격화된다. 정부가 추진 중인 고속도로 연결 사업이 확정되며 교통 인프라가 개선될 예정으로, 이는 강원랜드의 주요 약점이던 이동 편의성 문제를 일정 부분 해소할 전망이다. 또한 2030년 일본 오사카 복합리조트(IR) 개장을 앞두고 강원랜드 역시 영업시간 조정, 베테랑도 확대 등 경쟁력 강화 전략이 필요한 시점이다. 이러한 맥락 속에서 주목되는 것이 4분기 발표 예정인 'K-Hit 프로젝트'다. 총 2.5조 원 규모의 대형 투자 계획으로, 신규 호텔과 임시영업장(테이블 +50대, 슬롯머신 +250대) 확충뿐 아니라 비카지노 부문 확장이 핵심이다. 다만 단순한 시설 확장만으로는 충분치 않으며, 불법 온라인 카지노 확산에 대응하기 위한 규제 완화 및 제도권 내 수요 유입 정책이 병행되어야 실질적인 산업 효과를 기대할 수 있다.

국내여행 횟수 전년 대비 소폭 증가



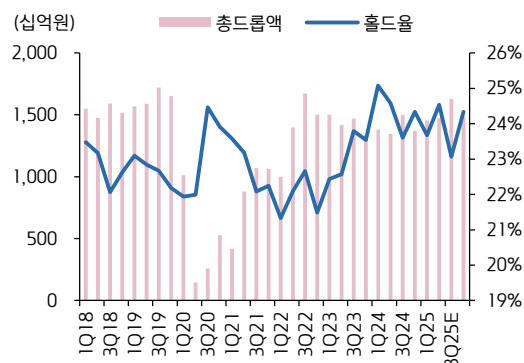
자료: 한국관광공사, 키움증권 리서치센터

강원랜드_방문객 수 추이



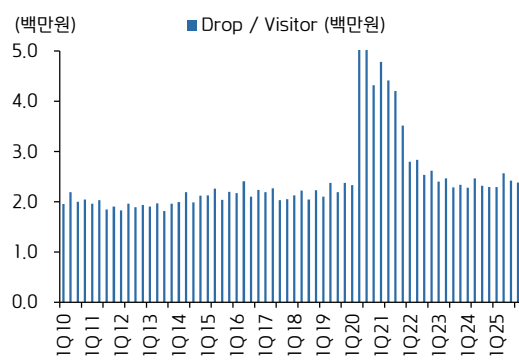
자료: 강원랜드, 키움증권 리서치센터

강원랜드_총 드롭액 및 홀드율 추이



자료: 강원랜드, 키움증권 리서치센터

강원랜드_인당 드롭액 추이



자료: 강원랜드, 키움증권 리서치센터



기업분석

롯데관광개발
(032350)

BUY(Reinitiate)/목표주가 27,000원
VIP 성장이 기대되는 2026년

파라다이스
(034230)

BUY(Reinitiate)/목표주가 28,000원
4분기부터 VIP 회복 기대

GKL
(114090)

BUY(Reinitiate)/목표주가 21,000원
VIP 회복세 본격화

강원랜드
(035250)

BUY(Reinitiate)/목표주가 24,000원
배당 매력이 돋보이는 2026년

하나투어
(039130)

BUY(Initiate)/목표주가 65,000원
여행 수요 재개에 주목

GS피앤엘
(499790)

BUY(Initiate)/목표주가 62,000원
호텔 리레이팅의 중심



BUY(Reinitiate)

목표주가 27,000원

주가(10/13) 16,880원

엔터/레저/미디어 Analyst 임수진

soojin.lim@kiwoom.com

롯데관광개발에 대한 투자 의견 'BUY', 목표주가 27,000원으로 신규 분석을 개시합니다. 9월 비수기에도 역대 최대 실적을 달성하며 3분기 어닝 서프라이즈와 내년 실적 상향 조정이 필요한 시점입니다. 특히 최근 인당 드롭액까지 성장하면서 VIP 성장까지도 본격화될 전망으로 레저 업종 내 최선호주로 제시합니다.

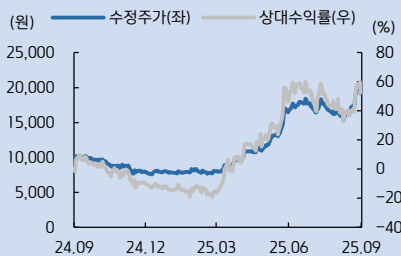
Stock Data

KOSPI (10/13)		3,584.55pt	
시가총액		13,426억원	
52주 주가동향	최고가	최저가	
	20,200원	7,560원	
최고/최저가 대비 등락	-5.2%	153.2%	
주가수익률	절대	상대	
	1M	17.9%	7.6%
	6M	138.1%	80.5%
	1Y	101.1%	52.4%

Company Data

발행주식수	79,539천주
일평균 거래량(3M)	952천주
외국인 지분율	12.1%
배당수익률(25.E)	0.0%
BP(25.E)	4,834원
주요 주주	김기병 외 4인 37.3%

Price Trend



VIP 성장이 기대되는 2026년

>>> 3Q25 Preview: 기대치 대폭 상회

3분기 매출액은 1,391억원(QoQ +20%, YoY +36%), 영업이익은 515억원(QoQ +56%, YoY +133%)으로 영업이익 기준 컨센서스를 +21% 상회할 전망이다. 9월은 계절적 비수기로 통상 8월 대비 -15% 드롭액이 감소할 것으로 예상됐으나 카지노 순매출액은 역대 최대 수준인 530억원을 기록한 영향이 크다. 이는 내년 최성수기에 기대하던 수준으로 3분기뿐만 아니라 4분기와 내년 실적까지 상향 조정 가능성이 매우 높다고 평가한다.

3분기 드롭액은 전년 대비 +63% 성장한 6,685억원을 기록했는데 방문객 수가 전년 대비 +61% 성장한 결과다. 호텔의 경우 90% OCC를 유지하였으며 ADR도 성수기와 함께 증가하여 콤포 비중 확대에도 YoY 매출액 +8.9% 성장이 기대된다.

>>> VIP 중심의 성장이 기대되는 2026년

올해 질적 성장 지표인 드롭액과 방문객 수가 기대 이상의 성장세를 기록했는데 그 배경에는 MASS 중심의 성장이었다. 최근에는 인당 드롭액이 매월 증가세를 유지하고 있어 VIP 성장까지 동반됨을 알 수 있다.

순현금 흐름 확대와 멤버십 고성장세로 2026년에는 VIP 중심의 성장 스토리로 추가적인 실적 상향 조정 가능성도 높다 판단되어 업종 내 최선호주로 제시한다. 2026년에는 매출액 7,164원(YoY +16), 영업이익 1,760억원(+51%)으로 본격적인 레버리지 효과까지 기대되며 오래 기다려온 연간 당기순이익 흑자전환도 주목할 포인트이다.

(십억원, IFRS 연결)	2023	2024	2025F	2026F	2027F
매출액	313.5	471.5	619.4	716.4	802.9
영업이익	-60.6	39.0	116.9	176.0	217.2
EBITDA	26.1	124.0	221.1	261.7	301.3
세전이익	-213.4	-122.5	-8.3	60.3	114.4
순이익	-202.3	-116.6	-7.9	57.3	108.9
지배주주지분순이익	-202.2	-116.6	-7.9	57.3	108.9
EPS(원)	-2,721	-1,531	-104	753	1,429
증감률(% YoY)	적지	적지	적지	흑전	89.8
PER(배)	-3.4	-5.0	-162.6	22.4	11.8
PBR(배)	10.27	1.84	3.49	3.02	2.40
EV/EBITDA(배)	76.4	14.8	11.5	9.5	8.1
영업이익률(%)	-19.3	8.3	18.9	24.6	27.1
ROE(%)	-132.9	-60.4	-2.3	14.4	22.6
순차입금비율(%)	1965.9	400.4	330.4	274.7	205.2

자료: 롯데관광개발, 키움증권 리서치센터

>>> Valuation

롯데관광개발에 대한 투자의견 'BUY', 목표주가 27,000원을 제시한다. 2026E EBITDA 2,617억원에 Target EV/EBITDA 12.6배를 적용했다. Target EV/EBITDA는 마카오 주요 카지노 3사의 2010~2019년 평균 EV/EBITDA 16.8배에 클러스터 효과 부재를 감안한 디스카운트 -25% 적용했다.

현재 시장 기대치를 큰 폭으로 상회하는 호실적이 지속됨에도 불구하고 단기적으로 주가가 횡보하고 있는 가장 큰 원인으로는 오버행 이슈가 컸다. 규모가 가장 컸던 제6회 해외전환사채의 경우 전환 및 CB 재발행 없이 자금 조달을 통해 상환하였으며 올해 11월 29일 만기 예정인 제8-1회 전환사채 809억원을 끝으로 2026년에는 오버행 이슈가 해소될 예정이다. 내년 VIP 확대를 통한 고성장세가 지속될 가능성이 높은 만큼 현 주가 구간은 여전히 매력적인 매수 기회로 판단된다.

롯데관광개발 목표주가 산정 Table

구분	내용	비고
2025E EBITDA	262	
Target EV/EBITDA	12.6	마카오 주요 카지노 3사의 2010~2019년 평균 EV/EBITDA 16.8배에 클러스터 효과 부재를 감안한 디스카운트 -25% 적용
적정가치 (원)	27,496	53.8
목표주가 (원)	27,000	
현재주가 (원)	16,880	
Upside (%)	60.0	

자료: 롯데관광개발, 키움증권 리서치센터

마카오 주요 카지노 3사_Historical EV/EBITDA 추이

구분	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
SANDS CHINA	17.1	17.9	16.1	22.5	23.7	12.8	14.5	19.5	18.2	13.6	15.8
GALAXY	8.0	24.0	13.9	13.2	23.4	14.6	13.4	13.5	20.1	13.4	15.4
WYNN	16.7	16.1	14.4	13.6	20.6	15.3	17.7	24.3	18.6	10.8	13.4
3사 평균	13.9	19.3	14.8	16.4	22.5	14.2	15.2	19.1	19.0	12.6	14.9

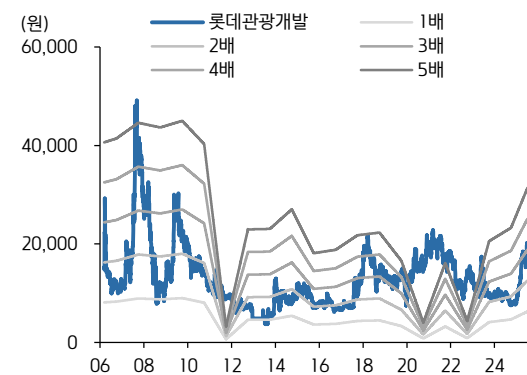
자료: 블룸버그, 키움증권 리서치센터

롯데관광개발 EV/EBITDA Band Chart



자료: Quantiwise, 키움증권 리서치센터

롯데관광개발 P/B Band Chart



자료: Quantiwise, 키움증권 리서치센터

롯데관광개발 실적 추이 및 전망

구분	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25E	4Q25E	2024	2025E	2026E
매출액(십억원)	106.2	116.1	139.1	111.0	121.9	157.7	189.4	150.4	472.4	619.4	716.4
QoQ	14.2%	9.3%	19.9%	-20.2%	9.8%	29.4%	20.1%	-20.6%	-	-	-
YoY	125.5%	50.8%	43.5%	19.4%	14.8%	35.9%	36.1%	35.5%	50.4%	31.1%	15.7%
카지노	70.0	66.5	84.2	73.9	84.5	110.0	139.3	107.0	294.7	440.8	506.1
호텔	18.0	22.3	21.3	18.8	14.1	21.9	23.2	23.6	80.4	82.8	109.2
여행	18.0	24.4	27.0	14.9	22.0	24.2	24.6	17.1	84.3	87.9	92.3
리테일	1.0	0.9	1.3	0.9	0.7	0.7	1.4	1.0	4.1	3.8	4.2
기타	1.0	1.1	0.9	1.6	0.8	1.0	0.9	1.7	4.6	4.4	4.6
영업비용	97.0	110.2	117.0	110.8	108.9	124.6	137.9	131.1	435.0	502.5	540.4
영업이익	9.2	5.9	22.2	0.2	13.0	33.1	51.5	19.3	37.5	116.9	176.0
QoQ	-202.2%	-36.0%	276.5%	-99.1%	6,400%	154.6%	55.7%	-62.5%	-	-	-
YoY	흑전	흑전	흑전	흑전	41.3%	462.3%	132.5%	9,555%	흑전	212.3%	50.5%
영업이익률	8.7%	5.1%	15.9%	0.2%	10.7%	21.0%	27.2%	12.8%	7.9%	18.9%	24.6%
당기순이익	-38.4	-2.5	-29.0	-46.6	-23.7	5.9	21.0	-11.2	-116.6	-7.9	57.3
QoQ	적지	적지	적지	적지	적지	흑전	255.8%	적전			
YoY	적지	적지	적지	적지	적지	흑전	흑전	적지	적지	적지	흑전

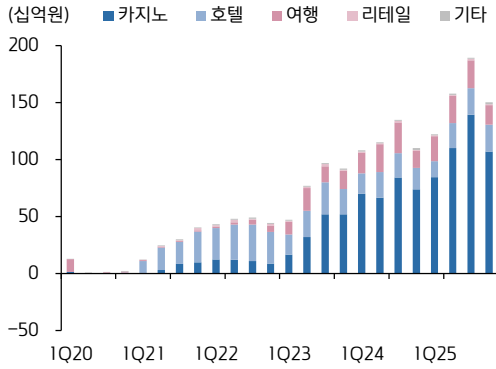
자료: 롯데관광개발, 키움증권 리서치센터

롯데관광개발 주요지표 추이 및 전망

구분	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25E	2024	2025E	2026E
외국인 입도객 (천명)	363	549	582	402	379	574	608	420	1,896	1,981	2,071
QoQ	51.7%	51.5%	5.8%	-30.9%	-5.7%	51.5%	5.8%	-30.9%	-	-	-
YoY	519.0%	253.8%	127.0%	68.1%	4.5%	4.5%	4.5%	4.5%	167.3%	4.5%	4.5%
카지노 방문객 (천명)	79	87	108	110	110	148	173	131	383	562	593
QoQ	-9.4%	9.4%	24.1%	1.9%	0.0%	35.4%	16.4%	-24.0%	-	-	-
YoY	142.4%	37.9%	28.2%	25.3%	38.3%	71.3%	60.7%	19.9%	43.5%	46.8%	5.5%
드림액 (십억원)	385	410	476	454	481.9	669	849	653	1,724	2,652	3,086
QoQ	-10.8%	6.6%	15.9%	-4.6%	6.2%	38.7%	26.9%	-23.1%	-	-	-
YoY	68.0%	19.6%	7.8%	5.2%	25.3%	63.0%	78.4%	43.8%	19.4%	53.8%	16.4%
홀드율	18.2%	16.2%	17.7%	16.3%	17.5%	16.5%	16.4%	16.4%	17.1%	16.6%	16.4%
테이블	19.3%	17.7%	18.8%	17.4%	19.0%	17.5%	17.6%	17.4%	18.2%	17.8%	17.4%
머신	9.2%	8.0%	10.4%	7.3%	7.6%	7.8%	6.1%	7.3%	8.8%	7.1%	7.2%
인당 드림액 (백만원)	4.9	4.7	4.4	4.1	4.4	4.5	4.9	5.0	4.5	4.7	5.2

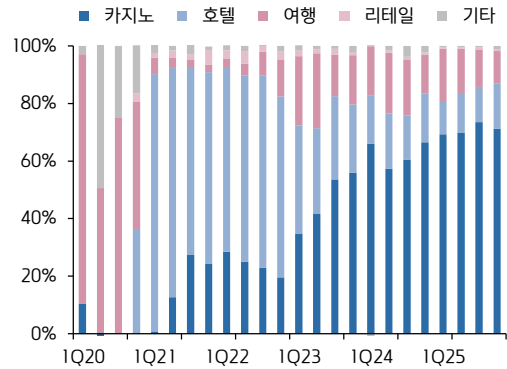
자료: 롯데관광개발, 키움증권 리서치센터

롯데관광개발 매출액 추이 및 전망



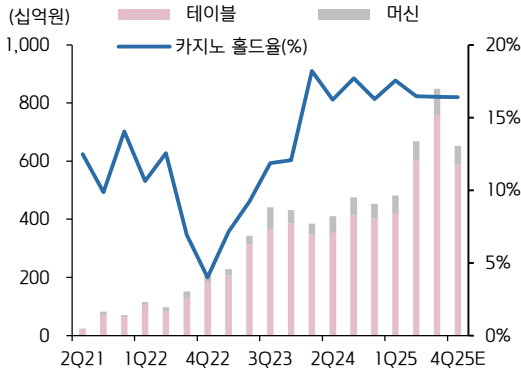
자료: 롯데관광개발, 키움증권 리서치센터

롯데관광개발 사업 부문별 매출 비중 추이



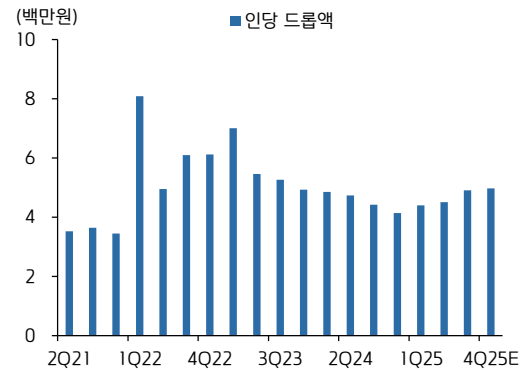
자료: 롯데관광개발, 키움증권 리서치센터

롯데관광개발 카지노 드롭액 및 홀드율 추이



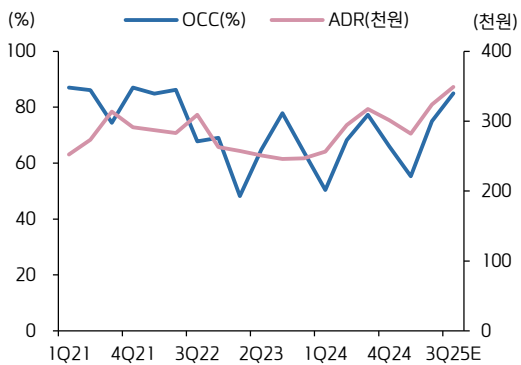
자료: 롯데관광개발, 키움증권 리서치센터

롯데관광개발 인당 드롭액 추이



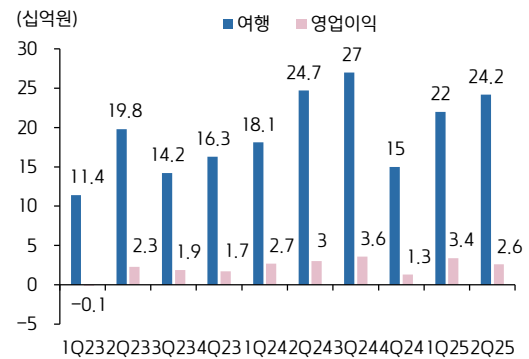
자료: 롯데관광개발, 키움증권 리서치센터

롯데관광개발 호텔 OCC 및 ADR 추이



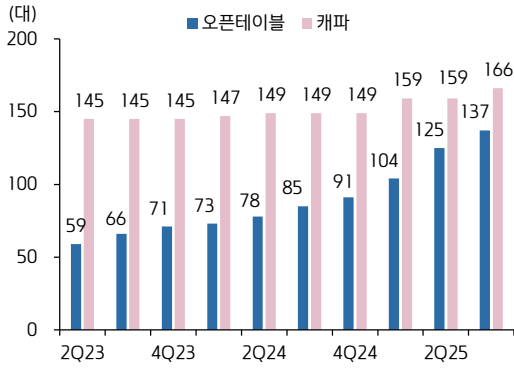
자료: 롯데관광개발, 키움증권 리서치센터

롯데관광개발 여행 사업부 분기별 실적



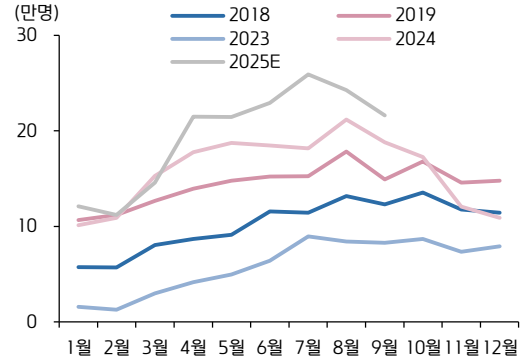
자료: 롯데관광개발, 키움증권 리서치센터

롯데관광개발 오픈테이블 및 Capacity



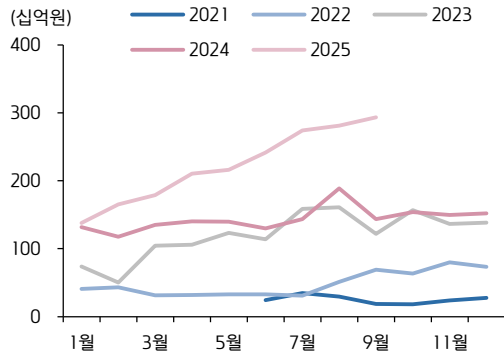
자료: 롯데관광개발, 키움증권 리서치센터

제주도 외국인 입도객 수 추이



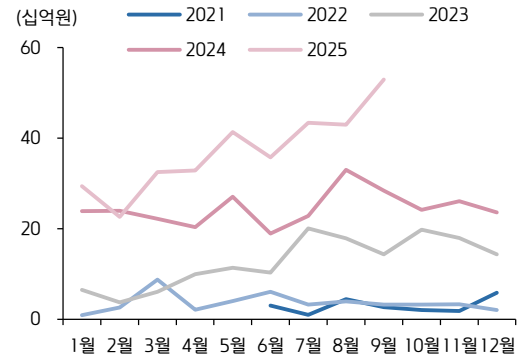
자료: 롯데관광개발, 키움증권 리서치센터

롯데관광개발 월별 드롭액 추이



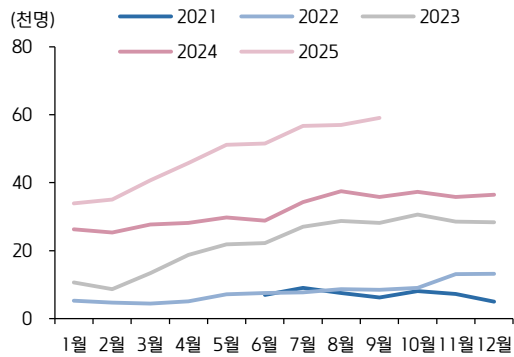
자료: 롯데관광개발, 키움증권 리서치센터

롯데관광개발 월별 순매출 추이



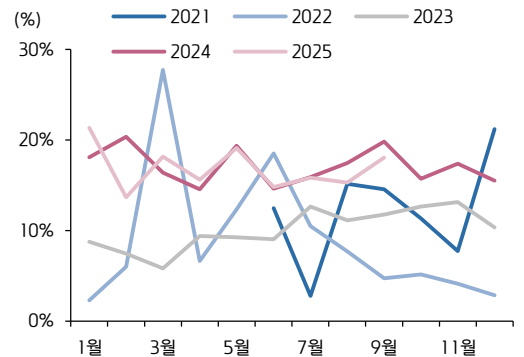
자료: 롯데관광개발, 키움증권 리서치센터

롯데관광개발 방문객 수 추이



자료: 롯데관광개발, 키움증권 리서치센터

롯데관광개발 월별 홀드율 추이



자료: 롯데관광개발, 키움증권 리서치센터

포괄손익계산서

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	313.5	471.5	619.4	716.4	802.9
매출원가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
매출총이익	313.5	471.5	619.4	716.4	802.9
판매비	374.2	432.5	502.5	540.4	585.7
영업이익	-60.6	39.0	116.9	176.0	217.2
EBITDA	26.1	124.0	221.1	261.7	301.3
영업외손익	-152.8	-161.5	-125.3	-115.7	-102.8
이자수익	0.8	1.0	1.1	1.7	2.5
이자비용	114.0	151.6	143.3	137.3	124.2
외환관련이익	6.2	2.2	19.9	21.9	22.9
외환관련손실	7.1	15.2	5.0	4.0	6.0
중속 및 관계기업손익	0.6	1.6	1.6	1.6	1.6
기타	-39.3	0.5	0.4	0.4	0.4
법인세차감전이익	-213.4	-122.5	-8.3	60.3	114.4
법인세비용	-11.1	-5.9	-0.4	2.9	5.6
계속사업손익	-202.3	-116.6	-7.9	57.3	108.9
당기순이익	-202.3	-116.6	-7.9	57.3	108.9
지배주주순이익	-202.2	-116.6	-7.9	57.3	108.9
증감율 및 수익성 (%)					
매출액 증감율	70.7	50.4	31.4	15.7	12.1
영업이익 증감율	흑전	-164.4	199.7	50.6	23.4
EBITDA 증감율	흑전	375.1	78.3	18.4	15.1
지배주주순이익의 증감율	흑전	-42.3	-93.2	-825.3	90.1
EPS 증감율	적지	적지	적지	흑전	89.8
매출총이익율(%)	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
영업이익율(%)	-19.3	8.3	18.9	24.6	27.1
EBITDA Margin(%)	8.3	26.3	35.7	36.5	37.5
지배주주순이익율(%)	-64.5	-24.7	-1.3	8.0	13.6

현금흐름표

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
영업활동 현금흐름	-13.1	121.7	60.7	123.5	150.4
당기순이익	-202.3	-116.6	-7.9	57.3	108.9
비현금항목의 가감	234.9	249.5	231.9	207.3	195.4
유형자산감가상각비	84.2	82.9	102.5	84.8	83.6
무형자산감가상각비	2.5	2.1	1.7	1.0	0.5
지분법평가손익	-0.6	-1.6	0.0	0.0	0.0
기타	148.8	166.1	127.7	121.5	111.3
영업활동자산부채증감	39.4	87.6	-21.6	-2.6	-26.5
매출채권및기타채권의감소	25.2	4.5	-3.1	-2.0	-1.8
재고자산의감소	2.5	-2.2	-2.0	-1.3	-1.2
매입채무및기타채무의증가	-29.4	10.9	-6.4	10.5	10.7
기타	41.1	74.4	-10.1	-9.8	-34.2
기타현금흐름	-85.1	-98.8	-141.7	-138.5	-127.4
투자활동 현금흐름	-19.6	-28.1	-102.3	-124.2	-128.4
유형자산의 취득	-9.1	-7.3	-100.0	-110.0	-110.0
유형자산의 처분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
무형자산의 순취득	-1.0	-1.4	0.0	0.0	0.0
투자자산의감소(증가)	6.3	0.1	0.0	0.0	0.0
단기금융자산의감소(증가)	-15.6	-19.4	-2.2	-14.1	-18.3
기타	-0.2	-0.1	-0.1	-0.1	-0.1
재무활동 현금흐름	37.6	-83.2	0.6	-6.4	-11.4
차입금의 증가(감소)	48.9	-71.8	-40.0	5.0	0.0
자본금·자본잉여금의 증가(감소)	0.0	0.0	52.0	0.0	0.0
자기주식처분(취득)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
배당금지급	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타	-11.3	-11.4	-11.4	-11.4	-11.4
기타현금흐름	0.0	0.3	47.5	42.5	40.8
현금 및 현금성자산의 순증가	5.0	10.7	6.4	35.4	51.4
기초현금 및 현금성자산	28.6	33.6	44.3	50.8	86.2
기말현금 및 현금성자산	33.6	44.3	50.8	86.2	137.6

자료: 롯데관광개발, 키움증권 리서치센터

재무상태표

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
유동자산	80.9	114.4	129.0	182.8	256.6
현금 및 현금성자산	33.6	44.3	50.8	86.2	137.6
단기금융자산	25.2	44.6	46.9	60.9	79.2
매출채권 및 기타채권	12.1	9.9	13.1	15.1	16.9
재고자산	4.1	6.3	8.3	9.6	10.8
기타유동자산	5.9	9.3	9.9	11.0	12.1
비유동자산	1,683.2	2,052.3	2,033.7	2,044.3	2,057.2
투자자산	20.6	20.4	20.4	20.4	20.4
유형자산	1,289.4	1,690.3	1,687.9	1,713.1	1,739.5
무형자산	47.2	46.4	44.7	43.7	43.2
기타비유동자산	326.0	295.2	280.7	267.1	254.1
자산총계	1,764.1	2,166.6	2,162.7	2,227.1	2,313.8
유동부채	1,208.7	609.7	403.3	408.8	419.5
매입채무 및 기타채무	115.3	191.1	184.7	195.2	205.9
단기금융부채	1,006.7	318.0	118.0	113.0	113.0
기타유동부채	86.7	100.6	100.6	100.6	100.6
비유동부채	489.8	1,243.9	1,394.7	1,396.0	1,362.8
장기금융부채	341.7	1,024.5	1,184.5	1,194.5	1,194.5
기타비유동부채	148.1	219.4	210.2	201.5	168.3
부채총계	1,698.6	1,853.6	1,798.0	1,804.7	1,782.3
지배지분	69.2	316.7	368.4	426.0	535.2
자본금	37.9	38.1	40.1	40.1	40.1
자본잉여금	643.8	647.7	697.7	697.7	697.7
기타자본	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타포괄손익누계액	360.5	721.9	729.5	729.8	730.1
이익잉여금	-973.0	-1,091.1	-1,099.0	-1,041.7	-932.8
비지배지분	-3.6	-3.6	-3.6	-3.6	-3.6
자본총계	65.6	313.1	364.7	422.4	531.5

투자지표

(단위: 원, %, 배)

12월 결산, IFRS 연결	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
주당지표(원)					
EPS	-2,721	-1,531	-104	753	1,429
BPS	913	4,156	4,834	5,591	7,024
CFPS	438	1,746	2,940	3,473	3,993
DPS	0	0	0	0	0
주가배수(배)					
PER	-3.4	-5.0	-162.6	22.4	11.8
PER(최고)	-6.5	-7.1	-197.0		
PER(최저)	-3.3	-4.6	-72.4		
PBR	10.27	1.84	3.49	3.02	2.40
PBR(최고)	19.36	2.62	4.23		
PBR(최저)	9.92	1.70	1.56		
PSR	2.22	1.24	2.08	1.80	1.60
PCFR	21.4	4.4	5.7	4.9	4.2
EV/EBITDA	76.4	14.8	11.5	9.5	8.1
주요비율(%)					
배당성향(%·보통주, 현금)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
배당수익률(%·보통주, 현금)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
ROA	-11.3	-5.9	-0.4	2.6	4.8
ROE	-132.9	-60.4	-2.3	14.4	22.6
ROIC	-4.8	7.5	5.8	9.0	9.8
매출채권회전율	27.2	42.7	53.8	50.9	50.1
재고자산회전율	58.2	90.2	84.7	80.0	78.9
부채비율	2,590.9	592.1	493.0	427.3	335.3
순차입금비율	1,965.9	400.4	330.4	274.7	205.2
이자보상배율, 현금	-0.5	0.3	0.8	1.3	1.7
총차입금	1,348.4	1,342.5	1,302.5	1,307.5	1,307.5
순차입금	1,289.6	1,253.5	1,204.9	1,160.4	1,090.7
EBITDA	26.1	124.0	221.1	261.7	301.3
FCF	41.9	285.7	84.7	131.9	121.1



BUY(Reinitiate)

목표주가 28,000원

주가(10/13) 19,260원

엔터/레저/미디어 Analyst 임수진

soojin.lim@kiwoom.com

파라다이스에 대한 투자의견 'BUY', 목표주가 28,000원으로 신규 분석을 개시합니다. 4분기부터 중국 단체관광 무비자 시행과 VIP 대상 이벤트로 드롭액 회복세가 본격화될 전망이다. 하얏트 인수로 객실 한계가 해소되며 VIP 콤프 객실 확대에 따른 영업이익 개선 효과가 점차 가시화되고 있다. 향후 실적 상향 여지가 높아 업종 내 차선호주로 제시한다.

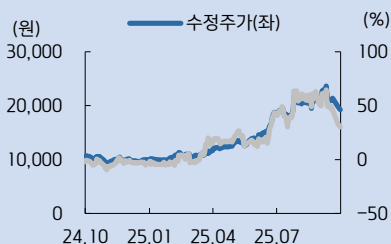
Stock Data

KOSPI (10/13)		3,584.55pt	
시가총액		17,797억원	
52주 주가동향	최고가	최저가	
	23,650원	9,020원	
최고/최저가 대비 등락	-18.6%	113.5%	
주가수익률	절대	상대	
	1M	-6.5%	-17.4%
	6M	79.8%	32.0%
	1Y	100.0%	51.6%

Company Data

발행주식수	92,406천주	
일평균 거래량(3M)	1,379천주	
외국인 지분율	9.1%	
배당수익률(25.E)	1.1%	
BP(25.E)	18,599원	
주요 주주	파라다이스글로벌 외 6인	45.3%

Price Trend



4분기부터 VIP 회복 기대

>>> 3분기 다소 아쉬우나 4분기는 긍정적

3분기 매출액은 3,018억원(YoY +13%), 영업이익은 537억원(YoY +48%)으로 시장 기대치에 부합할 전망이다. 드롭액은 1.8조 원(+2% YoY)으로 견조했으나, 중국·일본 VIP 드롭액이 소폭 감소(-3% YoY)하며 전반적인 성장 탄력은 제한적이었다. 반면 MASS 드롭액이 +20% 늘며 고객 믹스 개선이 나타났고, 이에 따라 홀드올도 전년 대비 +1.1%p 상승했다. 9월 말 중국 단체 관광객 무비자 입국이 재개되면서 4분기에는 역대 최대 실적 달성이 가능할 것으로 보인다. 10월 국경절 연휴 효과에 더해, VIP 대상 행사가 두 차례 예정되어 있어 중국 VIP 회복세가 본격화될 것으로 예상된다.

>>> 하얏트 호텔 인수로 2차 성장 사이클

9월 23일 파라다이스는 그랜드 하얏트 인천 웨스트타워를 인수했다. 이번 인수는 파라다이스 시티의 객실 포화 문제를 해소하고, VIP 대상 콤프 객실을 확대하기 위한 전략적 조치로 평가된다. 기존 호텔은 주말 기준 콤프 객실 비중이 50~60%에 달했으며, 하얏트 인수를 통해 이 비중을 약 20%p 확대할 수 있을 것으로 추정된다. 평일의 경우 객실이 부족해 콤프 객실로 주지 못한 상황은 아님으로 호텔 인수 효과에서 제외했다. 이에 따른 영업이익 개선 효과는 약 260억원, 호텔 자체 운영이익 50억원을 포함하면 총 310억원 수준의 시너지 창출이 가능하다. 향후 하얏트 운영 시점이 확정되고 VIP 수요 회복이 가시화될 경우, 연간 영업이익 추정치는 기존 대비 약 +15% 상향 여지가 있다. 하반기 VIP 회복 모멘텀과 호텔 확충 효과를 감안하여 업종 내 차선호주로 제시한다.

(십억원, IFRS 연결)	2023	2024	2025F	2026F	2027F
매출액	994.2	1,072.1	1,142.7	1,219.2	1,338.5
영업이익	145.8	136.1	184.5	202.0	252.6
EBITDA	228.8	214.2	261.8	277.1	335.9
세전이익	91.5	100.8	157.4	171.8	222.4
순이익	80.2	110.7	141.7	154.6	200.2
지배주주지분순이익	62.6	75.6	96.7	105.5	136.6
EPS(원)	683	823	1,054	1,150	1,489
증감률(% YoY)	144.9	20.6	28.0	9.1	29.5
PER(배)	19.5	11.7	18.3	16.8	12.9
PBR(배)	0.87	0.54	1.04	0.99	0.94
EV/EBITDA(배)	9.2	8.2	9.8	9.4	7.8
영업이익률(%)	14.7	12.7	16.1	16.6	18.9
ROE(%)	4.5	5.0	5.8	6.0	7.4
순차입금비용(%)	28.7	21.0	13.2	12.8	10.1

자료: 파라다이스, 키움증권 리서치센터

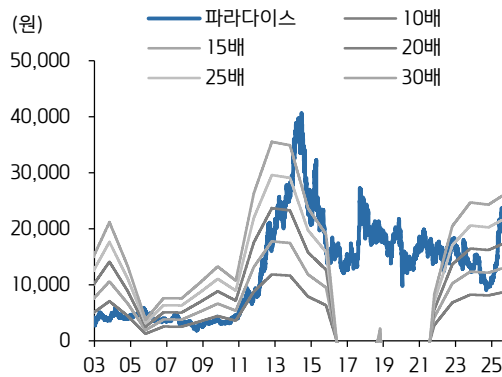
>>> Valuation

파라다이스 목표주가 산정 Table

구분	내용	비고
2026E 지배주주 순이익	106	단위: 십억원
주식수	91.8	단위: 백만주
2026E 지배주주 EPS	1,152	단위: 원
Target P/E (배)	25	최근 3개년 평균 P/E 적용
적정주가 (원)	28,807	2026E EPS x Target P/E
목표주가 (원)	28,000	
현재주가 (원)	19,260	
Upside (%)	45.4	

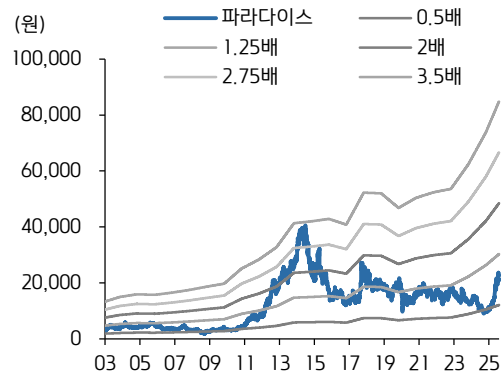
자료: 파라다이스, 키움증권 리서치센터

파라다이스 P/E Band Chart



자료: Quantiwise, 키움증권 리서치센터

파라다이스 P/B Band Chart



자료: Quantiwise, 키움증권 리서치센터

파라다이스_하얏트호텔 인수 효과 요약

파라다이스 시티 콤플 확대 효과		하얏트호텔	
파라다이스 시티 객실수	769	호텔 ADR(만원)	20
X 콤플 확대 규모	20%	객실수	501
= VIP 이용 가능한 추가 콤플 객실 수	154	2Q26 매출(OCC 70% 가정)	6.4
인당 드롭액(만원)	3,500	2Q26 매출(OCC 70% 가정)	7.4
2Q25~4Q25 주말 일 수	79	2Q26 매출(OCC 70% 가정)	8.3
총 드롭액(십억원)	423	합산매출(십억원)	22.1
홀드올(%)	13%	영업이익(OPM 20% 가정)	4.4
카지노순매출(십억원)	52.9		
영업이익(OPM 50% 가정)	26.5		

자료: 키움증권 리서치센터

파라다이스 실적 추이 및 전망

구분	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25E	4Q25E	2024	2025E	2026E
매출액(십억원)	264.8	273.3	268.2	265.8	283.3	284.5	301.8	273.2	1,072.1	1,142.7	1,219.2
QoQ	9.5%	3.2%	-1.8%	-0.9%	6.6%	0.4%	6.1%	-9.5%	-	-	-
YoY	38.2%	-0.7%	-6.1%	9.9%	7.0%	4.1%	12.5%	2.8%	7.8%	6.6%	6.7%
카지노	102.3	112.0	84.4	104.1	115.6	100.8	101.5	98.6	402.7	416.5	417.4
호텔	26.3	27.6	29.7	28.7	24.3	27.6	31.9	27.5	112.3	111.3	134.7
복합리조트	132.3	131.4	146.5	129.0	139.1	152.3	160.3	142.9	539.3	594.6	645.7
기타	3.9	2.3	7.6	4.0	4.3	3.7	8.0	4.2	17.8	20.3	21.3
매출원가	196.1	207.3	208.4	222.2	205.3	213.9	225.0	218.8	834.0	863.0	917.2
카지노	78.4	82.4	75.8	83.4	84.5	78.3	82.6	80.9	320.1	326.2	338.8
호텔	22.2	23.9	22.8	27.4	22.5	24.2	23.3	28.1	96.2	98.0	100.4
복합리조트	92.1	98.1	105.2	107.1	94.5	107.4	113.8	105.0	402.6	420.7	457.3
기타	3.4	3.0	4.7	4.2	3.8	4.0	5.4	4.8	15.2	18.0	20.8
매출총이익	68.7	66.0	59.8	43.6	78.0	70.6	76.8	54.4	238.1	279.7	302.0
판매비	20.3	34.0	23.6	24.2	20.7	27.8	23.1	23.7	102.0	95.2	100.0
영업이익	48.4	32.0	36.2	19.5	57.3	42.9	53.7	30.7	136.1	184.5	202.0
QoQ	228.6%	-33.9%	13.1%	-46.3%	194.4%	-25.2%	25.2%	-42.7%	-	-	-
YoY	154.5%	-41.7%	-36.6%	32.1%	18.3%	33.9%	48.2%	57.9%	-6.7%	35.6%	9.5%
영업이익률	18%	12%	13%	7%	20%	15%	18%	11%	13%	16%	17%
당기순이익	26	15	10	21	31	21	22	22	72	97	106
QoQ	-385%	-44%	-32%	118%	46%	-33%	7%	0%	-	-	-
YoY	271%	-51%	-72%	-335%	20%	44%	128%	5%	14.6%	35.0%	9.2%

자료: 파라다이스, 키움증권 리서치센터

VIP 방문자 수 추이 및 전망

구분	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25E	2024	2025E	2026E
중국 VIP	8,050	9,093	9,429	10,049	8,351	9,946	9,484	10,636	36,621	38,417	43,165
일본 VIP	20,710	20,477	21,220	20,280	20,025	21,536	22,657	21,399	82,687	85,617	89,951
기타 VIP	11,744	12,141	12,559	12,853	12,081	12,595	12,494	13,100	49,297	50,270	51,848
방문자 수	40,504	41,711	43,208	43,182	40,457	44,077	44,635	45,134	168,605	174,303	184,963

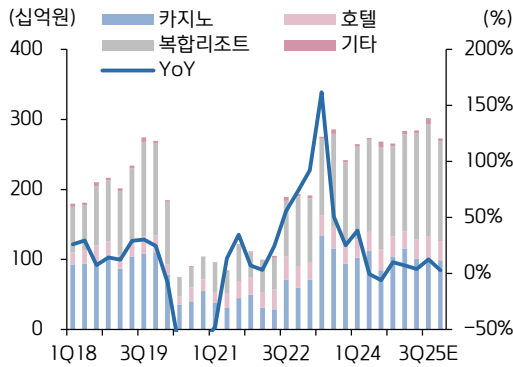
자료: 파라다이스, 키움증권 리서치센터

드롭액 및 홀드율 추이 및 전망

구분	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25E	2024	2025E	2026E
드롭액(십억원)	1,730	1,704	1,773	1,662	1,694	1,835	1,808	1,781	6,868	7,118	7,640
YoY	36.8%	8.2%	6.3%	-0.2%	-2.0%	7.7%	2.0%	7.1%	11%	4%	7%
워커힐	691	685	660	615	673	664	624	635	2,651	2,597	2,703
파라다이스시티	870	834	914	854	876	996	1,005	957	3,472	3,834	4,193
부산	104	114	123	129	105	131	135	142	471	513	555
제주그랜드	64	71	75	64	40	44	44	47	275	174	190
홀드율	11.1%	11.9%	10.2%	11.5%	12.4%	11.9%	11.3%	11.5%	11.9%	12.3%	11.8%

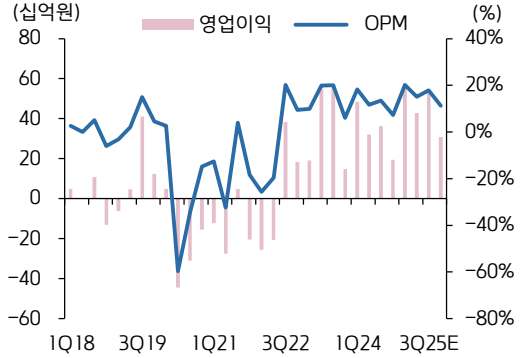
자료: 파라다이스, 키움증권 리서치센터

파라다이스 매출액 추이 및 전망



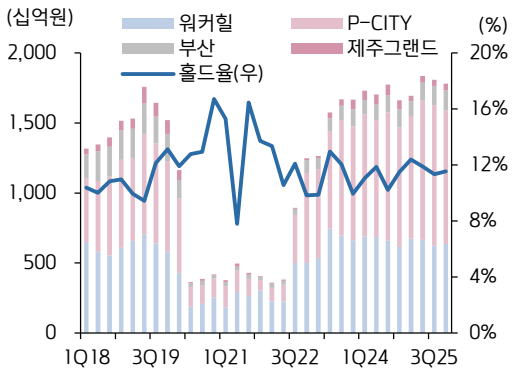
자료: 파라다이스, 키움증권 리서치센터

파라다이스 영업이익 및 OPM



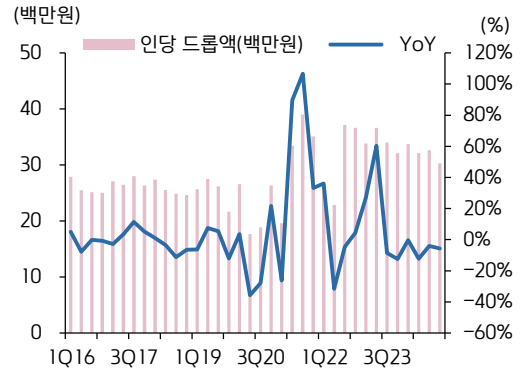
자료: 파라다이스, 키움증권 리서치센터

파라다이스 드롭액 및 홀드올 추이



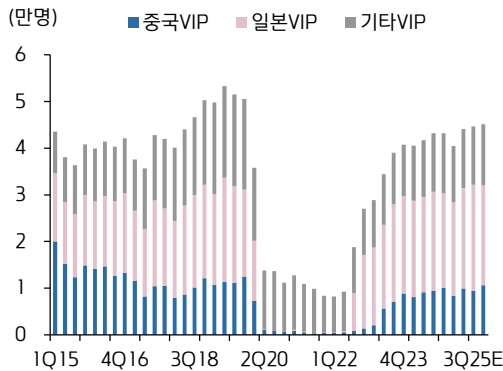
자료: 파라다이스, 키움증권 리서치센터

파라다이스 인당 드롭액 추이



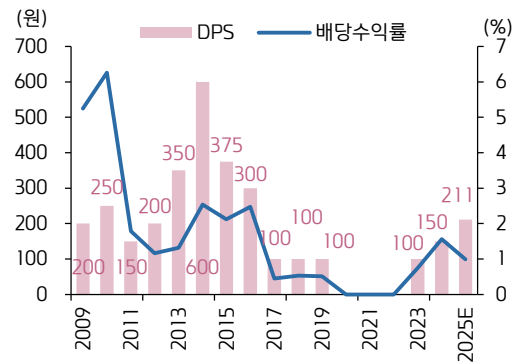
자료: 파라다이스, 키움증권 리서치센터

파라다이스 방문객 수 추이



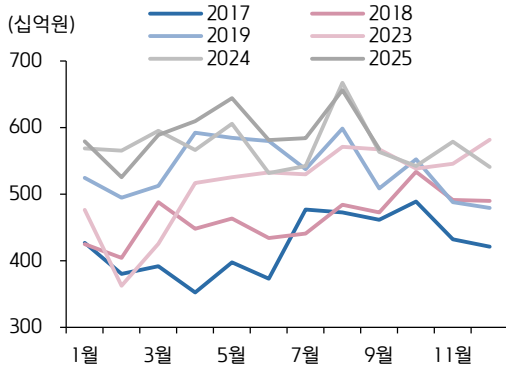
자료: 파라다이스, 키움증권 리서치센터

파라다이스 DPS 및 배당수익률



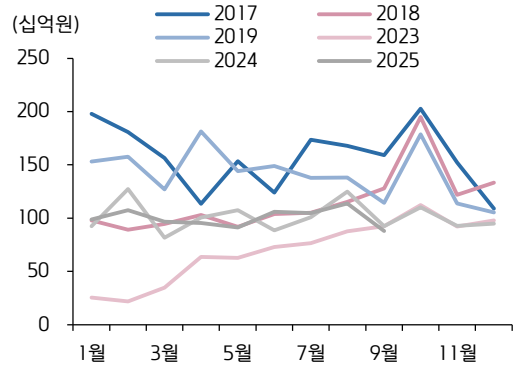
자료: 파라다이스, 키움증권 리서치센터

파라다이스_월별 드롭액 추이



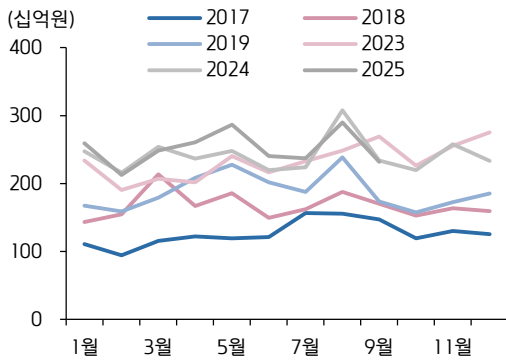
자료: 파라다이스, 키움증권 리서치센터

파라다이스_월별 드롭액 추이_중국VIP



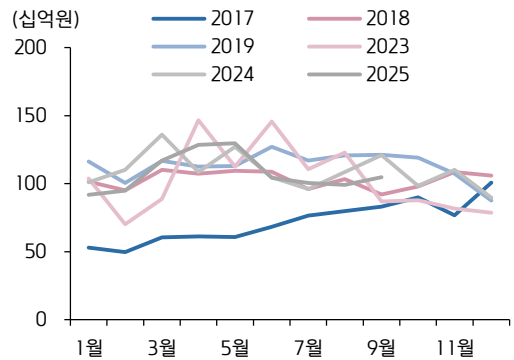
자료: 파라다이스, 키움증권 리서치센터

파라다이스 월별 드롭액 추이 일본VIP



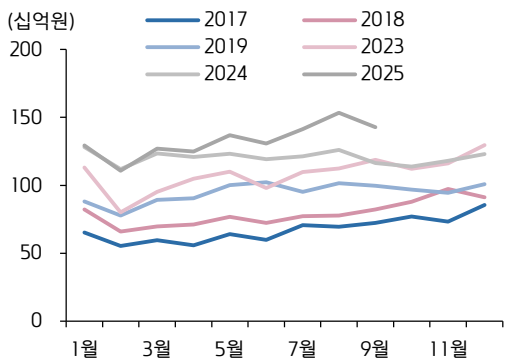
자료: 파라다이스, 키움증권 리서치센터

파라다이스 월별 드롭액 추이 기타VIP



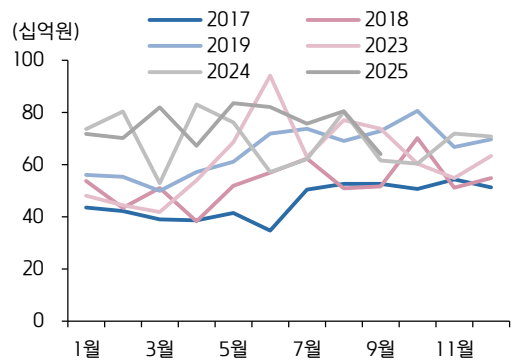
자료: 파라다이스, 키움증권 리서치센터

파라다이스 월별 드롭액 추이 MASS



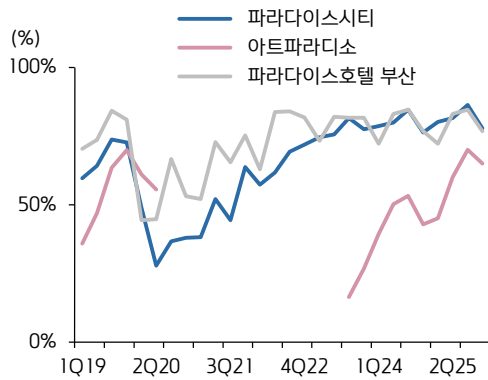
자료: 파라다이스, 키움증권 리서치센터

파라다이스 월별 드롭액 추이 순매출



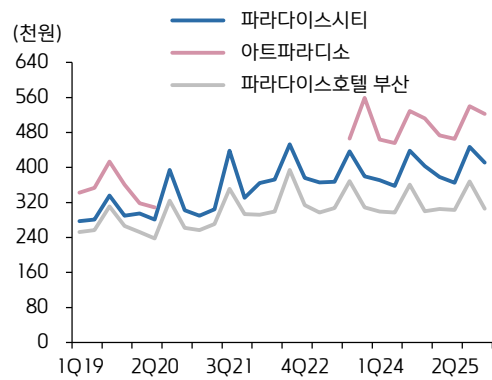
자료: 파라다이스, 키움증권 리서치센터

파라다이스 호텔 OCC 추이



자료: 파라다이스, 키움증권 리서치센터

파라다이스_호텔 ADR 추이



자료: 파라다이스, 키움증권 리서치센터

파라다이스_주요영업시설 현황

영업장	구분	품목	2021년	2022년	2023년	2024년
워커힐	테이블	바카라	67	68	72	85
		블랙잭	14	12	8	8
		룰렛	8	8	8	5
		포커	11	12	11	11
		기타	1	0	0	0
		소계	101	100	99	109
	슬롯머신		123	127	142	213
제주	테이블	바카라	29	29	31	24
		블랙잭	3	3	3	3
		룰렛	1	1	1	1
		포커	2	2	0	0
		기타	1	1	1	4
		소계	36	36	36	32
	슬롯머신		38	38	38	56
인천	테이블	바카라	122	125	132	131
		블랙잭	19	18	18	18
		룰렛	16	16	16	10
		포커	16	16	17	17
		기타	10	8	6	2
		소계	183	183	189	178
	슬롯머신		289	298	329	476
부산	테이블	바카라	38	31	31	29
		블랙잭	4	2	2	2
		룰렛	3	3	3	2
		포커	8	1	1	1
		기타	2	1	0	0
		소계	55	38	37	34
	슬롯머신		55	53	64	116
합계	테이블		375	357	361	353
	슬롯머신		505	516	573	861

자료: 파라다이스, 키움증권 리서치센터

포괄손익계산서

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	994.2	1,072.1	1,142.7	1,219.2	1,338.5
매출원가	760.2	834.0	863.0	917.2	973.5
매출총이익	234.0	238.1	279.7	302.0	365.0
판매비	88.2	102.0	95.2	100.0	112.3
영업이익	145.8	136.1	184.5	202.0	252.6
EBITDA	228.8	214.2	261.8	277.1	335.9
영업외손익	-54.3	-35.2	-27.1	-30.2	-30.2
이자수익	28.9	24.3	30.2	32.9	35.9
이자비용	70.6	72.9	75.8	81.6	84.6
외환관련이익	13.1	11.2	10.1	10.1	10.1
외환관련손실	9.8	18.6	9.5	9.5	9.5
종속 및 관계기업손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타	-15.9	20.8	17.9	17.9	17.9
법인세차감이익	91.5	100.8	157.4	171.8	222.4
법인세비용	11.3	-9.9	15.7	17.2	22.2
계속사업손익	80.2	110.7	141.7	154.6	200.2
당기순이익	80.2	110.7	141.7	154.6	200.2
지배주주순이익	62.6	75.6	96.7	105.5	136.6
증감율 및 수익성 (%)					
매출액 증감율	69.2	7.8	6.6	6.7	9.8
영업이익 증감율	1,300.2	-6.7	35.6	9.5	25.0
EBITDA 증감율	117.5	-6.4	22.2	5.8	21.2
지배주주순이익 증감율	147.0	20.8	27.9	9.1	29.5
EPS 증감율	144.9	20.6	28.0	9.1	29.5
매출총이익률(%)	23.5	22.2	24.5	24.8	27.3
영업이익률(%)	14.7	12.7	16.1	16.6	18.9
EBITDA Margin(%)	23.0	20.0	22.9	22.7	25.1
지배주주순이익률(%)	6.3	7.1	8.5	8.7	10.2

현금흐름표

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
영업활동 현금흐름	287.6	195.9	168.0	179.8	226.7
당기순이익	80.2	110.7	141.7	154.6	200.2
비현금항목의 가감	172.0	135.6	91.1	93.4	106.6
유형자산감가상각비	78.5	74.3	74.1	72.5	81.2
무형자산감가상각비	4.5	3.8	3.3	2.6	2.1
지분법평가손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타	89.0	57.5	13.7	18.3	23.3
영업활동자산부채증감	72.9	0.4	-3.4	-2.3	-9.2
매출채권및기타채권의감소	-4.5	-9.4	-2.1	-2.3	-3.5
채고자산의감소	-0.7	0.1	-0.5	-0.5	-0.8
매입채무및기타채무의증가	11.3	9.6	-0.9	-0.8	-0.6
기타	66.8	0.1	0.1	1.3	-4.3
기타현금흐름	-37.5	-50.8	-61.4	-65.9	-70.9
투자활동 현금흐름	-26.1	-186.1	-238.7	-252.9	-247.1
유형자산의 취득	-62.1	-49.8	-50.0	-210.0	-200.0
유형자산의 처분	6.1	0.3	0.0	0.0	0.0
무형자산의 순취득	-0.3	-0.5	0.0	0.0	0.0
투자자산의감소(증가)	-9.5	-15.2	0.0	0.0	0.0
단기금융자산의감소(증가)	32.3	-120.4	-188.1	-42.3	-46.5
기타	7.4	-0.5	-0.6	-0.6	-0.6
재무활동 현금흐름	-60.9	-122.7	10.3	55.1	3.4
차입금의 증가(감소)	-76.5	-87.4	50.0	100.0	50.0
자본금·자본잉여금의 증가(감소)	44.9	0.0	0.0	0.0	0.0
자기주식처분(취득)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
배당금지급	0.0	-8.6	-13.0	-18.2	-19.9
기타	-29.3	-26.7	-26.7	-26.7	-26.7
기타현금흐름	0.9	1.7	67.5	67.5	67.5
현금 및 현금성자산의 순증가	201.5	-111.2	7.2	49.5	50.5
기초현금 및 현금성자산	487.4	688.9	577.7	584.9	634.4
기말현금 및 현금성자산	688.9	577.7	584.9	634.4	684.9

자료: 파라다이스, 키움증권 리서치센터

재무상태표

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
유동자산	862.8	864.0	1,056.5	1,148.2	1,247.9
현금 및 현금성자산	688.9	577.7	584.9	634.4	684.9
단기금융자산	114.7	235.1	423.1	465.5	512.0
매출채권 및 기타채권	30.1	31.7	33.8	36.0	39.6
채고자산	7.7	7.6	8.1	8.6	9.5
기타유동자산	21.4	11.9	6.6	3.7	1.9
비유동자산	2,755.5	3,069.8	3,042.5	3,177.4	3,294.1
투자자산	35.0	50.1	50.1	50.1	50.1
유형자산	2,236.4	2,509.9	2,485.9	2,623.3	2,742.1
무형자산	165.1	162.5	159.3	156.7	154.6
기타비유동자산	319.0	347.3	347.2	347.3	347.3
자산총계	3,618.3	3,933.8	4,099.0	4,325.6	4,542.0
유동부채	690.7	668.2	667.3	666.5	665.9
매입채무 및 기타채무	117.9	116.8	115.9	115.1	114.5
단기금융부채	408.4	361.8	361.8	361.8	361.8
기타유동부채	164.4	189.6	189.6	189.6	189.6
비유동부채	1,142.1	1,190.4	1,240.4	1,340.4	1,390.4
장기금융부채	908.5	885.9	935.9	1,035.9	1,085.9
기타비유동부채	233.6	304.5	304.5	304.5	304.5
부채총계	1,832.8	1,858.6	1,907.7	2,006.9	2,056.2
지배지분	1,405.5	1,635.7	1,706.9	1,785.2	1,888.7
자본금	47.4	47.4	47.4	47.4	47.4
자본잉여금	335.8	336.0	336.0	336.0	336.0
기타자본	-24.6	-24.6	-24.6	-24.6	-24.6
기타포괄손익누계액	475.1	648.1	640.7	633.4	626.0
이익잉여금	571.8	628.8	707.3	792.9	903.9
비지배지분	379.9	439.5	484.4	533.5	597.1
자본총계	1,785.5	2,075.2	2,191.3	2,318.7	2,485.8

투자지표

(단위: 원, %, 배)

12월 결산, IFRS 연결	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
주당지표(원)					
EPS	683	823	1,054	1,150	1,489
BPS	15,318	17,824	18,599	19,452	20,581
CFPS	2,752	2,684	2,536	2,702	3,343
DPS	100	150	211	230	298
주가배수(배)					
PER	19.5	11.7	18.3	16.8	12.9
PER(최고)	27.5	19.1	22.8		
PER(최저)	18.4	10.9	9.1		
PBR	0.87	0.54	1.04	0.99	0.94
PBR(최고)	1.23	0.88	1.29		
PBR(최저)	0.82	0.50	0.52		
PSR	1.23	0.82	1.55	1.45	1.32
PCFR	4.8	3.6	7.6	7.1	5.8
EV/EBITDA	9.2	8.2	9.8	9.4	7.8
주요비율(%)					
배당성향(%·보통주, 현금)	10.8	11.7	12.8	12.8	12.8
배당수익률(%·보통주, 현금)	0.8	1.6	1.1	1.2	1.5
ROA	2.2	2.9	3.5	3.7	4.5
ROE	4.5	5.0	5.8	6.0	7.4
ROIC	5.1	7.0	6.3	6.8	8.1
매출채권회전율	37.5	34.7	34.9	34.9	35.4
채고자산회전율	135.1	140.0	145.7	145.8	147.8
부채비율	102.7	89.6	87.1	86.6	82.7
순차입금비용	28.7	21.0	13.2	12.8	10.1
이자보상배율, 현금	2.1	1.9	2.4	2.5	3.0
총차입금	1,316.9	1,247.7	1,297.7	1,397.7	1,447.7
순차입금	513.3	434.9	289.6	297.8	250.8
EBITDA	228.8	214.2	261.8	277.1	335.9
FCF	225.9	205.8	190.0	44.5	101.4

GKL (114090)



BUY(Reinitiate)

목표주가 21,000원

주가(10/13) 15,530원

엔터/레저/미디어 Analyst 임수진

soojin.lim@kiwoom.com

GKL에 대한 투자 의견 'BUY', 목표주가 21,000원으로 신규 분석을 개시합니다. 3분기까지는 회복 지연과 클러스터 이동 영향으로 주가가 부진했으나, 4분기부터 중국 단체관광 무비자 시행과 VIP 수요 회복으로 실적 반등이 본격화될 전망입니다. VIP 회복세와 MASS 수요 확대가 맞물리며 업사이드 여력은 충분하다고 판단합니다.

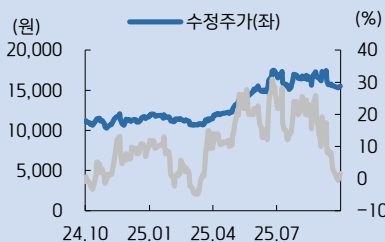
Stock Data

KOSPI (10/13)	3,584.55pt	
시가총액	9,606억원	
52주 주가동향	최고가	최저가
	17,490원	10,280원
최고/최저가 대비 등락	-11.2%	51.1%
주가수익률	절대	상대
1M	-6.2%	-17.0%
6M	45.4%	6.8%
1Y	38.2%	4.7%

Company Data

발행주식수	61,856천주
일평균 거래량(3M)	280천주
외국인 지분율	16.5%
배당수익률(25.E)	3.1%
BP(25.E)	7,024원
주요 주주	한국관광공사 51.0%

Price Trend



VIP 회복세 본격화

>>> 3분기 VIP 중심의 성장

3분기 매출액은 1,074억원(YoY +15%), 영업이익은 161억원(YoY +178%)으로 시장 기대치를 소폭 하회할 것으로 예상된다. 카지노 드롭액은 8,711억원(+4.6% YoY)으로 견조했으며, 특히 중국(+11%)과 기타 VIP(+13%) 중심의 성장세가 돋보였다. 반면 MASS 드롭액은 +2.2% 성장에 그쳤는데, 이는 일부 MASS 고객이 VIP로 전환되며 고객 구성의 질적 개선이 나타난 결과로 해석된다. 4분기에는 중국 국경절 연휴 효과와 단체관광 무비자 시행이 맞물리며 3분기부터 시작된 실적 반등세가 본격화될 전망이다.

>>> 2026년 체질 개선 가속

올해 외국인 관광객이 빠르게 늘었음에도 불구하고 GKL의 3분기 누적 드롭액은 전년 대비 -3.3% 감소했다. 이는 인천 영종도 '인스파이어' 개장 이후 카지노 수요의 일부가 도심권에서 공항권으로 이동한 영향으로 분석된다. 다만 VIP 회복세가 뚜렷하게 강화되고 있어 2026년 매출액은 6,800억원(+6% YoY), 영업이익은 1,030억원(+12%)으로 안정적인 성장세가 이어질 전망이다.

홀드올은 13% 내외로 안정적인 수준을 유지할 것으로 보이며, 현재 주가는 회복 지연 우려를 상당 부분 반영한 저점 구간으로 판단된다. 4분기 MASS 부문의 성장세가 확인될 경우 실적 상향 조정 가능성 또한 충분하다는 평가다.

(십억원, IFRS 연결)	2023	2024	2025F	2026F	2027F
매출액	396.7	396.4	438.8	478.7	509.6
영업이익	51.0	38.3	68.9	94.1	109.7
EBITDA	81.6	70.3	98.2	98.0	110.4
세전이익	54.8	43.7	75.1	101.3	118.0
순이익	43.8	33.1	56.8	76.6	89.3
지배주주지분순이익	43.8	33.1	56.8	76.6	89.3
EPS(원)	709	534	919	1,239	1,444
증감률(% YoY)	흑전	-24.6	71.9	34.8	16.5
PER(배)	19.0	20.7	16.9	12.5	10.8
PBR(배)	2.03	1.65	2.21	2.07	1.92
EV/EBITDA(배)	7.1	5.5	6.2	5.8	4.8
영업이익률(%)	12.9	9.7	15.7	19.7	21.5
ROE(%)	11.0	8.0	13.4	17.0	18.5
순차입금비율(%)	-61.5	-71.0	-80.3	-83.6	-86.2

자료: GKL, 키움증권 리서치센터

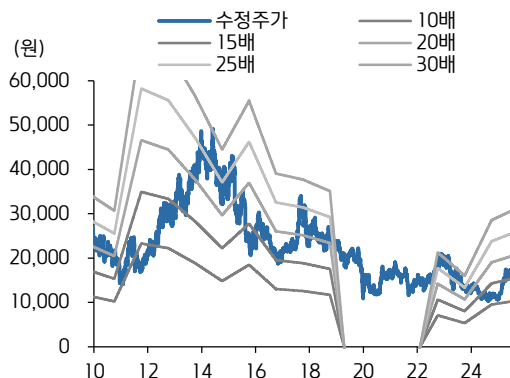
>>> Valuation

GKL 목표주가 산정 Table

구분	내용	비고
2025E 지배주주 순이익	73	단위: 십억원
주식수	41.7	단위: 백만주
2025E 지배주주 EPS	1,172	단위: 원
Target P/E (배)	17.5	최근 3개년 평균 P/E 적용
적정주가 (원)	20,507	2026E EPS x Target P/E
목표주가 (원)	21,000	
현재주가 (원)	15,530	
Upside (%)	35.2	

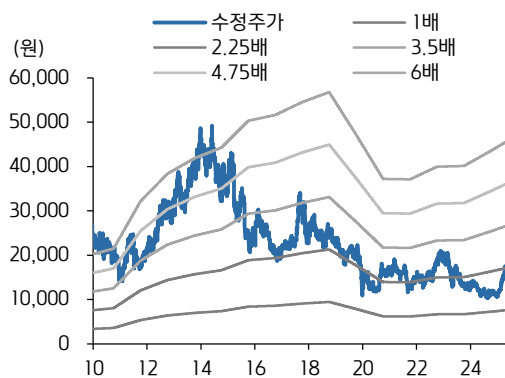
자료: GKL, 키움증권 리서치센터

GKL P/E Band Chart



자료: Quantiwise, 키움증권 리서치센터

GKL P/B Band Chart



자료: Quantiwise, 키움증권 리서치센터

GKL 실적 추이 및 전망

구분	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25E	4Q25E	2024	2025E	2026E
매출액(십억원)	97.9	98.8	93.8	105.9	109.9	100.9	107.4	120.6	396.4	438.8	478.7
QoQ	8.0%	0.9%	-5.1%	12.9%	3.8%	-8.1%	6.4%	12.2%	-	-	-
YoY	-10.3%	-1.4%	-2.9%	16.7%	12.2%	2.1%	14.6%	13.9%	-0.1%	10.7%	9.1%
카지노매출액	132.2	125.9	125.0	132.6	130.4	130.7	135.9	152.3	515.8	549.2	602.4
카지노손실금	-28.5	-18.3	-24.0	-19.1	-13.4	-23.5	-20.4	-22.9	-89.7	-80.2	-90.4
매출에누리	-7.1	-10.1	-8.7	-9.1	-8.4	-7.7	-9.4	-10.5	-34.9	-35.9	-39.4
환전수입	1.3	1.3	1.3	1.4	1.3	1.5	1.4	1.5	5.3	5.7	6.0
매출원가	77.2	78.6	78.6	91.1	82.6	78.5	81.5	94.4	325.4	337.1	352.4
컴프비용	11.5	11.7	11.4	11.6	11.4	12.1	12.0	13.8	46.3	46.2	46.6
급여	28.7	27.4	29.0	35.1	30.4	26.1	29.6	35.8	120.3	122.0	120.7
관광진흥개발기금	9.0	9.5	9.1	10.2	10.4	9.8	10.3	11.9	37.7	39.2	39.5
개별소비세	2.4	2.5	2.3	2.6	3.0	2.6	2.7	3.1	9.8	10.4	10.5
매출총이익	20.8	20.3	15.2	14.7	27.2	22.4	25.9	26.1	71.0	101.7	126.3
판매비	6.9	7.1	9.4	9.3	7.1	6.5	9.8	9.6	32.6	32.8	32.2
영업이익	13.9	13.2	5.8	5.5	20.2	16.0	16.1	16.5	38.3	68.9	94.1
QoQ	흑전	-4.6%	-56.1%	-5.6%	268.7%	-20.9%	0.9%	2.6%	-	-	-
YoY	-49.1%	20.0%	-57.8%	흑전	45.6%	20.8%	177.8%	201.8%	-24.9%	79.8%	36.5%
영업이익률	14.1%	13.4%	6.2%	5.2%	18.4%	15.8%	15.0%	13.7%	9.7%	15.7%	19.7%
당기순이익	10	11	6	5	16	17	12	12	33	57	77
QoQ	497.4%	11.0%	-46.6%	-9.2%	193.4%	5.3%	-31.7%	5.1%	-	-	-
YoY	-52.8%	31.9%	-49.5%	221.5%	57.9%	49.7%	91.7%	121.8%	-24.6%	71.9%	34.8%

자료: GKL, 키움증권 리서치센터

방문자 수 추이 및 전망

구분	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25E	2024	2025E	2026E
중국	12,531	14,421	17,943	18,852	17,292	19,523	23,344	19,795	63,747	79,954	83,951
일본	14,958	15,719	18,660	18,641	16,367	16,599	16,285	20,164	67,978	69,415	72,885
기타	4,748	5,376	6,462	6,914	6,333	7,137	6,369	7,368	23,500	27,207	28,567
방문자 수	32,237	35,516	43,065	44,407	39,992	43,259	45,998	47,326	155,225	176,575	185,404

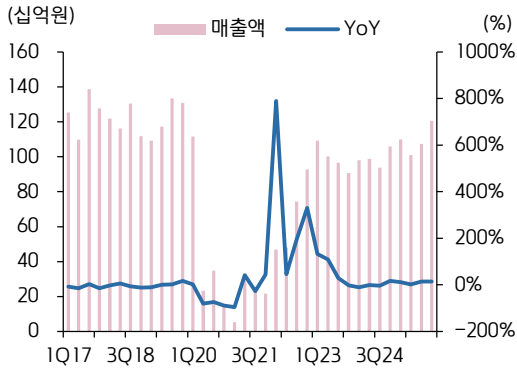
자료: GKL, 키움증권 리서치센터 주) 방문객 수 Absolute number of visitors 기준

드롭액 및 홀드율 추이 및 전망

구분	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25E	2024	2025E	2026E
드롭액(십억원)	916.0	941.0	912.4	878.7	826.9	914.8	973.8	916.5	3,648.0	3,632.0	3,644.2
YoY	22%	13%	7%	-8%	-10%	-3%	7%	4%	7%	0%	0%
강남 코엑스	482.1	514.6	484.6	451.7	416.7	446.2	507.5	538.1	1,933.0	1,908.5	2,160.6
용산 드래곤시티	247.7	213.3	216.8	219.5	217.2	249.2	236.7	250.2	897.3	953.3	970.6
부산 롯데	105.4	131.3	131.8	125.0	113.2	130.2	126.9	128.2	493.5	498.4	512.9
홀드율	10.2%	10.5%	10.4%	12.1%	13.1%	11.1%	11.2%	13.7%	10.8%	12.3%	13.5%

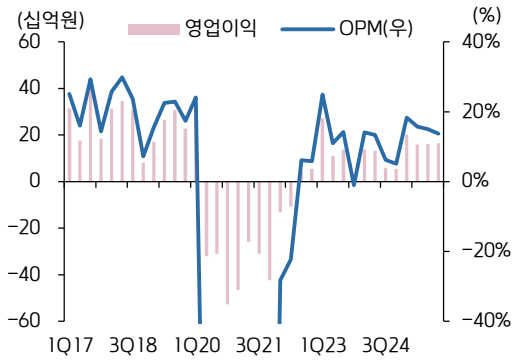
자료: GKL, 키움증권 리서치센터

GKL 매출액 추이 및 전망



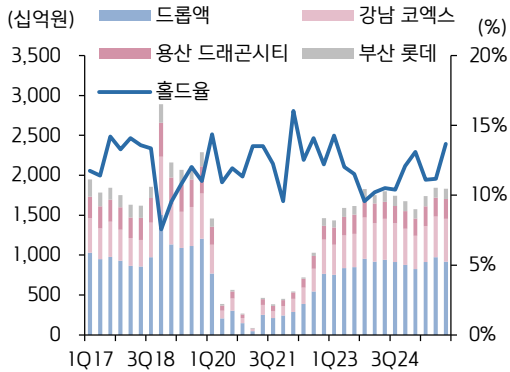
자료: GKL, 키움증권 리서치센터

GKL 영업이익 및 OPM



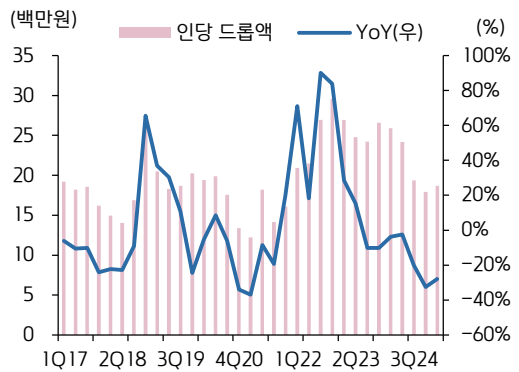
자료: GKL, 키움증권 리서치센터

GKL 드롭액 및 홀드율 추이



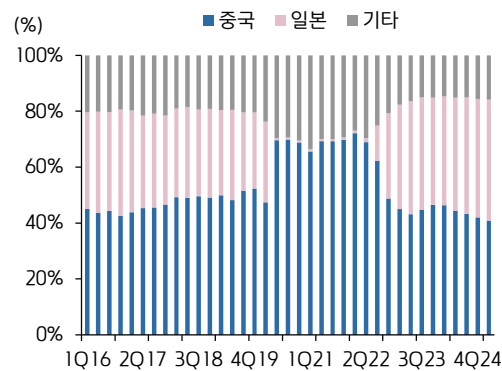
자료: GKL, 키움증권 리서치센터

GKL 인당 드롭액 추이



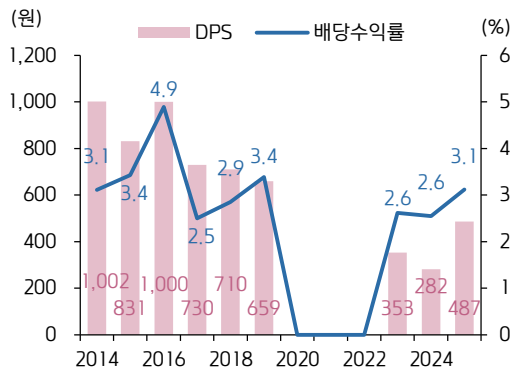
자료: GKL, 키움증권 리서치센터

GKL 국가별 방문자 비중 추이



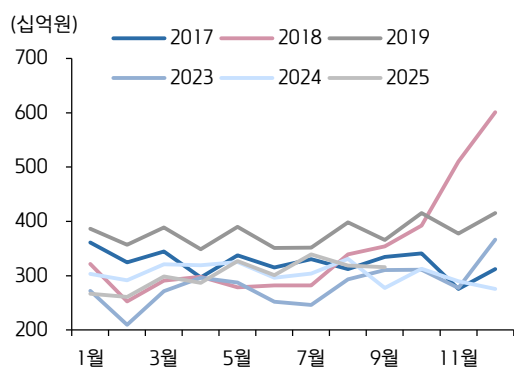
자료: GKL, 키움증권 리서치센터

GKL DPS 및 배당수익률



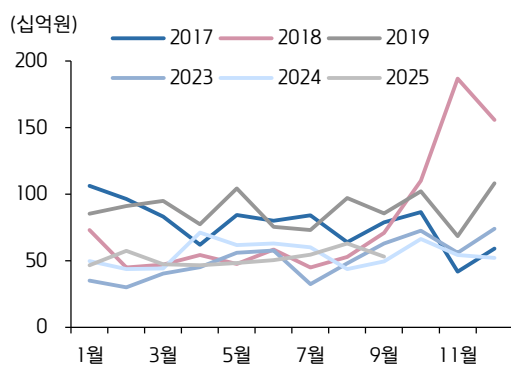
자료: GKL, 키움증권 리서치센터

GKL 월별 드롭액 추이 전체



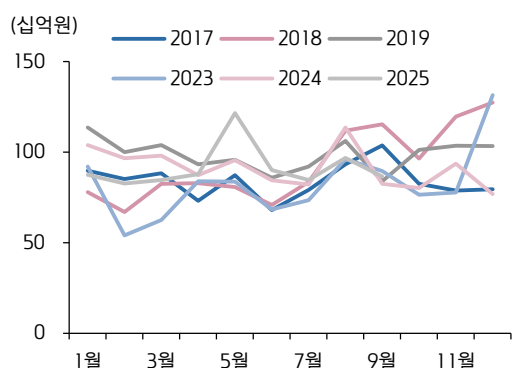
자료: GKL, 키움증권 리서치센터

GKL 월별 드롭액 추이 중국VIP



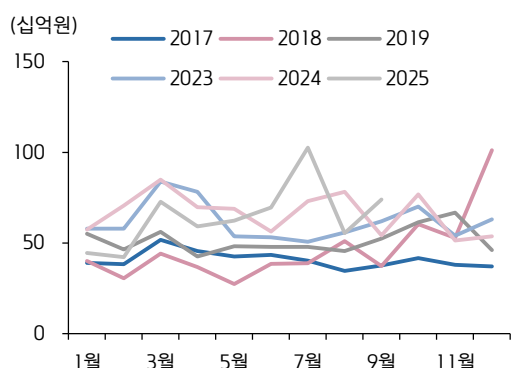
자료: GKL, 키움증권 리서치센터

GKL 월별 드롭액 추이 일본VIP



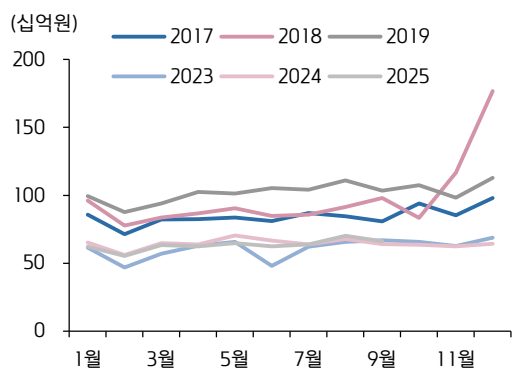
자료: GKL, 키움증권 리서치센터

GKL 월별 드롭액 추이 기타VIP



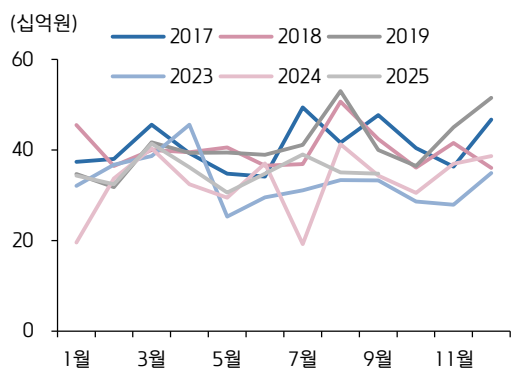
자료: GKL, 키움증권 리서치센터

GKL 월별 드롭액 추이 MASS



자료: GKL, 키움증권 리서치센터

GKL 월별 드롭액 추이 순매출



자료: GKL, 키움증권 리서치센터

GKL 카지노 영업설비 현황

사업부문	사업소	품 목		2021	2022	2023	2024	
카지노	강남코엑스점	Table	바카라	62	62	62	62	
			블랙잭	8	8	8	8	
			룰렛	2	2	2	2	
			다이사이	1	1	1	1	
			포커	3	3	3	3	
			카지노워	0	0	0	0	
			빅휠	0	0	0	0	
			텍사스홀덤	2	2	2	2	
		ETG	바카라	1	1	1	1	
			룰렛	1	1	1	1	
			다이사이	1	1	1	1	
			(단말기)	45	45	45	45	
		Machine	슬롯머신	0	0	0	0	
			비디오게임	108	108	108	108	
		서울 드래곤시티점	Table	바카라	35	37	37	37
				블랙잭	6	6	6	6
				룰렛	3	6	6	6
				다이사이	2	2	2	2
	포커			2	2	2	2	
	카지노워			2	2	2	1	
	빅휠			0	0	0	0	
	ETG		바카라	2	2	1	1	
			룰렛	1	1	1	1	
			(단말기)	71	71	71	71	
	Machine		슬롯머신	12	12	9	9	
			비디오게임	134	134	137	137	
	부산롯데점		Table	바카라	30	30	30	30
				블랙잭	6	6	6	6
				룰렛	3	3	3	3
				다이사이	1	1	1	1
				포커	2	2	2	2
				카지노워	0	0	0	0
		빅휠		0	0	0	0	
		ETG	바카라	1	1	1	1	
			룰렛	1	1	1	1	
			다이사이	1	1	1	1	
			(단말기)	29	29	29	29	
		Machine	슬롯머신	5	5	5	5	
			비디오게임	100	95	95	95	
합 계	Table		170	175	175	174		
	ETG		9 (145)	9(145)	10(145)	10(145)		
	Machine		354	354	354	354		

자료: GKL, 키움증권 리서치센터

포괄손익계산서

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	396.7	396.4	438.8	478.7	509.6
매출원가	316.6	325.4	337.1	352.4	367.3
매출총이익	80.1	71.0	101.7	126.3	142.3
판매비	29.1	32.6	32.8	32.2	32.6
영업이익	51.0	38.3	68.9	94.1	109.7
EBITDA	81.6	70.3	98.2	98.0	110.4
영업외손익	3.8	5.4	6.2	7.2	8.3
이자수익	8.5	9.2	10.6	11.7	12.8
이자비용	3.8	3.2	3.2	3.2	3.2
외환관련이익	0.6	1.4	0.7	0.7	0.7
외환관련손실	1.2	0.6	0.6	0.6	0.6
종속 및 관계기업손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타	-0.3	-1.4	-1.3	-1.4	-1.4
법인세차감전이익	54.8	43.7	75.1	101.3	118.0
법인세비용	11.0	10.6	18.3	24.7	28.7
계속사업손익	43.8	33.1	56.8	76.6	89.3
당기순이익	43.8	33.1	56.8	76.6	89.3
지배주주순이익	43.8	33.1	56.8	76.6	89.3
증감율 및 수익성 (%)					
매출액 증감율	51.3	-0.1	10.7	9.1	6.5
영업이익 증감율	흑전	-24.9	79.9	36.6	16.6
EBITDA 증감율	328.4	-13.8	39.7	-0.2	12.7
지배주주순이익 증감율	흑전	-24.4	71.6	34.9	16.6
EPS 증감율	흑전	-24.6	71.9	34.8	16.5
매출총이익율(%)	20.2	17.9	23.2	26.4	27.9
영업이익율(%)	12.9	9.7	15.7	19.7	21.5
EBITDA Margin(%)	20.6	17.7	22.4	20.5	21.7
지배주주순이익율(%)	11.0	8.4	12.9	16.0	17.5

현금흐름표

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
영업활동 현금흐름	84.9	71.7	66.2	67.5	78.3
당기순이익	43.8	33.1	56.8	76.6	89.3
비현금항목의 가감	41.7	42.0	27.8	7.7	7.5
유형자산감가상각비	30.2	31.6	28.9	3.5	0.4
무형자산감가상각비	0.4	0.4	0.4	0.4	0.3
지분법평가손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타	11.1	10.0	-1.5	3.8	6.8
영업활동자산부채증감	-2.6	-7.7	-7.6	-0.6	0.7
매출채권및기타채권의감소	-1.3	2.3	-1.1	-1.0	-0.8
재고자산의감소	0.9	-0.6	-0.3	-0.3	-0.2
매입채무및기타채무의증가	21.4	-5.5	6.6	6.9	7.2
기타	-23.6	-3.9	-12.8	-6.2	-5.5
기타현금흐름	2.0	4.3	-10.8	-16.2	-19.2
투자활동 현금흐름	-49.1	-40.5	-18.0	-19.8	-21.8
유형자산의 취득	-15.5	-5.2	0.0	0.0	0.0
유형자산의 처분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
무형자산의 순취득	-0.3	-0.4	0.0	0.0	0.0
투자자산의감소(증가)	34.6	4.6	0.0	0.0	0.0
단기금융자산의감소(증가)	-68.9	-39.9	-18.4	-20.3	-22.3
기타	1.0	0.4	0.4	0.5	0.5
재무활동 현금흐름	-21.1	-49.1	-41.0	-53.7	-64.2
차입금의 증가(감소)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본금·자본잉여금의 증가(감소)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자기주식처분(취득)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
배당금지급	0.0	-25.5	-17.4	-30.1	-40.6
기타	-21.1	-23.6	-23.6	-23.6	-23.6
기타현금흐름	0.0	0.7	29.7	25.3	28.4
현금 및 현금성자산의 순증가	14.7	-17.2	36.9	19.3	20.7
기초현금 및 현금성자산	171.0	185.7	168.5	205.4	224.8
기말현금 및 현금성자산	185.7	168.5	205.4	224.8	245.5

자료: GKL, 키움증권 리서치센터

재무상태표

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
유동자산	344.8	365.9	422.7	463.7	507.9
현금 및 현금성자산	185.7	168.5	205.4	224.8	245.5
단기금융자산	144.3	184.3	202.7	223.0	245.3
매출채권 및 기타채권	12.7	10.4	11.5	12.5	13.3
재고자산	2.1	2.6	2.9	3.2	3.4
기타유동자산	0.0	0.1	0.2	0.2	0.4
비유동자산	294.5	250.4	221.0	217.1	216.4
투자자산	29.5	24.9	24.9	24.9	24.9
유형자산	69.2	66.4	37.4	33.9	33.5
무형자산	6.5	6.5	6.1	5.8	5.4
기타비유동자산	189.3	152.6	152.6	152.5	152.6
자산총계	639.4	616.2	643.7	680.8	724.3
유동부채	173.1	165.4	172.0	178.8	186.1
매입채무 및 기타채무	136.3	131.1	137.7	144.6	151.8
단기금융부채	22.3	21.9	21.9	21.9	21.9
기타유동부채	14.5	12.4	12.4	12.3	12.4
비유동부채	54.5	37.3	37.3	37.3	37.3
장기금융부채	54.5	37.3	37.3	37.3	37.3
기타비유동부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
부채총계	227.6	202.7	209.2	216.1	223.4
지배지분	411.8	413.5	434.5	464.7	500.9
자본금	30.9	30.9	30.9	30.9	30.9
자본잉여금	21.3	21.3	21.3	21.3	21.3
기타자본	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타포괄손익누계액	0.0	0.0	-5.8	-11.6	-17.3
이익잉여금	359.6	361.4	388.1	424.1	466.1
비지배지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	411.8	413.5	434.5	464.7	500.9

투자지표

(단위: 원, %, 배)

12월 결산, IFRS 연결	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
주당지표(원)					
EPS	709	534	919	1,239	1,444
BPS	6,658	6,686	7,024	7,513	8,098
CFPS	1,383	1,213	1,368	1,363	1,565
DPS	353	282	487	657	765
주가배수(배)					
PER	19.0	20.7	16.9	12.5	10.8
PER(최고)	30.0	26.9	19.6		
PER(최저)	17.9	19.0	11.5		
PBR	2.03	1.65	2.21	2.07	1.92
PBR(최고)	3.19	2.15	2.56		
PBR(최저)	1.90	1.52	1.51		
PSR	2.10	1.72	2.19	2.01	1.89
PCFR	9.8	9.1	11.4	11.4	9.9
EV/EBITDA	7.1	5.5	6.2	5.8	4.8
주요비율(%)					
배당성향(%·보통주, 현금)	49.8	52.8	53.0	53.0	53.0
배당수익률(%·보통주, 현금)	2.6	2.6	3.1	4.2	4.9
ROA	7.0	5.3	9.0	11.6	12.7
ROE	11.0	8.0	13.4	17.0	18.5
ROIC	71.4	86.1	458.4	-676.5	-445.7
매출채권회전율	30.6	34.4	40.2	39.9	39.5
재고자산회전율	158.9	169.4	158.4	157.3	155.4
부채비율	55.3	49.0	48.2	46.5	44.6
순차입금비용	-61.5	-71.0	-80.3	-83.6	-86.2
이자보상배율, 현금	13.5	11.9	21.4	29.3	34.1
총차입금	76.8	59.2	59.2	59.2	59.2
순차입금	-253.2	-293.6	-348.9	-388.6	-431.6
EBITDA	81.6	70.3	98.2	98.0	110.4
FCF	59.0	54.8	73.9	74.5	84.4



BUY(Reinitiate)

목표주가 24,000원

주가(10/13) 17,560원

엔터/레저/미디어 Analyst 임수진
soojin.lim@kiwoom.com

강원랜드에 대한 투자의견 'BUY', 목표주가 24,000원으로 신규 분석을 개시합니다. 3분기 안정적 실적과 함께 4분기에는 K-Hit 프로젝트 발표 예정으로 규제 완화 동반 시 구조적 성장 기대됩니다. 또한, 4분기 자사주 매입(약 300억원) 및 내년 폐광기금 환입 시 배당수익률 7.1%로 배당주로서의 매력 확대될 전망입니다.

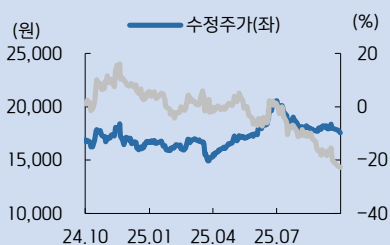
Stock Data

KOSPI (10/13)	3,584.55pt	
시가총액	37,568억원	
52주 주가동향	최고가	최저가
	20,550원	14,920원
최고/최저가 대비 등락	20,550원	14,920원
주가수익률	-14.5%	17.7%
1M	절대	상대
6M	-2.4%	-13.7%
1Y	3.8%	-21.3%

Company Data

발행주식수	213,941천주
일평균 거래량(3M)	426천주
외국인 지분율	13.7%
배당수익률(25.E)	4.4%
BP(25.E)	18,958원
주요 주주	한국광해광업공단 36.3%

Price Trend



배당 매력이 돋보이는 2026년

>>> 3분기 안정적 실적

3분기 매출액은 3,926억원(QoQ +7%, YoY +4%), 영업이익은 928억원(QoQ +64%, YoY -1%)으로 컨센서스를 소폭 하회할 것으로 전망된다. 드롭액은 1,600원(+9% YoY), 방문객 수는 67.3만 명(+5%)으로 견조한 흐름을 유지하고 있다. VIP 및 프리미엄 고객 비중이 소폭 확대되며 테이블당 드롭액도 상승세를 보이고 있어 카지노 본업의 이익 체력이 강화되고 있다.

>>> K-Hit 프로젝트, 체질 개선의 원년

4분기 발표 예정인 'K-Hit 프로젝트'는 총 2.5조 원 규모의 대형 투자로, 신규 호텔·임시영업장(테이블 +50대, 슬롯 +250대) 및 비카지노 부문 확충이 핵심이다. 다만 단순한 시설 확장만으로는 충분치 않으며, 불법 온라인 카지노 확산에 대응하기 위한 규제 완화와 제도권 내 수요 유입 정책이 병행되어야 실질적인 성과를 기대할 수 있다. 2030년 일본 오사카 복합리조트(IR) 개장을 앞두고 강원랜드도 영업시간 조정과 베테랑도 확대 등 경쟁력 강화 전략이 요구된다.

올해 4분기에는 약 300억원 규모의 자사주 매입이 예정되어 있으며, 내년 폐광기금 소송 승소 시 약 1,887억원 환입이 예상된다. 이 경우 배당수익률은 현 주가 기준 7.1%로 상승해, 강원랜드는 안정적 배당주이자 중장기 성장 스토리를 겸비한 종목으로 평가된다. 2026년 매출액 1,600억 원(+4.6% YoY), 영업이익 2,975억원(+3.5% YoY)을 기록하며 완만하지만 꾸준한 성장세가 이어질 전망이다.

(십억원, IFRS 연결)	2023	2024	2025F	2026F	2027F
매출액	1,388.6	1,426.9	1,508.5	1,578.2	1,634.3
영업이익	282.3	285.8	287.6	297.5	305.3
EBITDA	362.7	364.3	361.6	368.1	377.1
세전이익	457.2	565.3	406.5	428.9	450.1
순이익	340.9	456.9	328.5	346.6	363.7
지배주주지분순이익	340.9	456.9	328.5	346.6	363.7
EPS(원)	1,593	2,136	1,535	1,620	1,700
증감률(% YoY)	194.9	34.0	-28.1	5.5	4.9
PER(배)	10.0	7.5	11.4	10.8	10.3
PBR(배)	0.93	0.88	0.93	0.89	0.85
EV/EBITDA(배)	5.9	6.3	6.9	6.5	6.0
영업이익률(%)	20.3	20.0	19.1	18.9	18.7
ROE(%)	9.6	12.1	8.3	8.4	8.4
순차입금비율(%)	-35.2	-28.9	-30.8	-32.5	-34.2

자료: 강원랜드, 키움증권 리서치센터

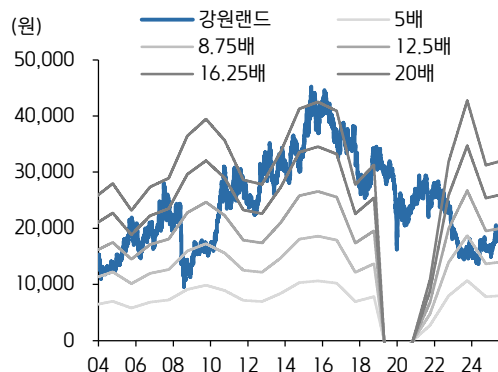
>>> Valuation

강원랜드 목표주가 산정 Table

구분	내용	비고
2026E 지배주주 순이익	347	단위: 십억원
주식수	213.9	단위: 백만주
2025E 지배주주 EPS	1,620	단위: 원
Target P/E (배)	14.8	2017~2019 3개년 평균 P/E 17.2 배에 2019년 대비 86% 회복한 방문객 수를 반영하여 디스카운트 -14% 적용한 14.8배
적정주가 (원)	23,964	
목표주가 (원)	24,000	
현재주가 (원)	17,560	
Upside (%)	36.7	

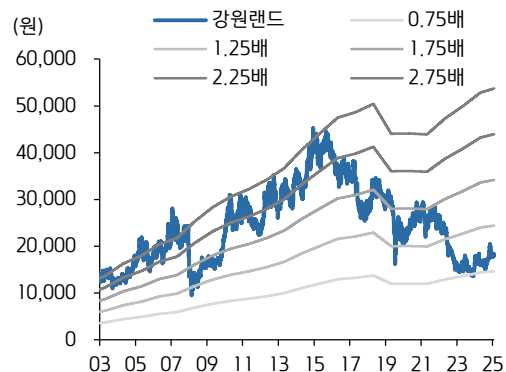
자료: 강원랜드, 키움증권 리서치센터

강원랜드 P/E Band Chart



자료: Quantiwise, 키움증권 리서치센터

강원랜드 P/B Band Chart



자료: Quantiwise, 키움증권 리서치센터

강원랜드 실적 추이 및 전망

구분	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25E	4Q25E	2024	2025E	2026E
매출액(십억원)	368.4	338.0	375.9	344.6	366.1	366.2	392.6	383.6	1,427	1,509	1,578
QoQ	13.2%	-8.3%	11.2%	-8.3%	6.2%	0.0%	7.2%	-2.3%			
YoY	2.9%	2.1%	0.5%	5.9%	-0.6%	8.4%	4.4%	11.3%	2.8%	5.7%	4.6%
카지노매출액	316.2	305.4	320.4	303.0	316.9	331.5	343.1	328.6	1,245	1,320	1,373
비카지노	52.1	32.5	55.5	41.6	49.0	29.2	49.5	55.0	182	183	205
호텔	25.9	22.0	29.9	26.0	22.7	19.8	29.1	26.1	104	98	104
콘도	12.1	4.4	10.5	7.4	11.2	4.0	9.7	9.1	34	34	38
스키	12.8	0.9	1.4	4.8	13.8	0.9	1.4	17.3	20	33	43
골프	0.1	3.1	4.4	1.7	0.0	2.8	3.9	1.5	9	8	9
워터월드	1.2	1.8	8.2	1.4	1.2	1.6	4.3	0.7	13	8	8
자회사	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	1	1	1
매출원가	261.6	234.3	250.3	264.2	266.5	275.4	268.7	283.7	1,010	1,094	1,143
카지노	171.7	161.0	171.1	176.6	181.6	196.3	183.2	191.5	680	753	783
호텔	46.1	36.7	39.7	41.7	38.4	38.6	42.5	44.6	164	164	172
콘도	18.6	14.0	14.3	16.9	18.8	15.1	16.5	19.4	64	70	77
스키	12.3	8.6	8.5	12.8	14.4	9.2	8.7	13.1	42	46	46
골프	0.6	0.8	0.9	1.6	0.9	1.4	1.0	1.9	4	5	6
워터월드	4.7	5.4	7.1	4.5	5.0	6.5	8.9	5.7	22	26	29
자회사	6.4	6.4	6.4	6.4	6.4	6.4	6.5	6.5	26	26	26
매출총이익	106.8	103.7	125.6	80.4	99.5	90.8	123.9	100.0	417	414	435
일반관리비	31.0	29.7	32.3	40.2	28.1	34.0	31.1	33.5	133	127	138
영업이익	75.8	73.9	93.3	40.2	71.4	56.8	92.8	66.5	283	288	298
QoQ	95.6%	-2.5%	26.2%	-56.9%	77.6%	-20.5%	63.5%	-28.3%			
YoY	8.8%	-9.9%	1.7%	3.8%	-5.8%	-23.2%	-0.5%	65.4%	-0.8%	1.5%	3.5%
영업이익률	21%	22%	25%	12%	20%	16%	24%	17%	19.9%	19.1%	18.9%
당기순이익	92.8	161.0	90.9	110.7	71.8	60.6	111.0	80.1	455	323	347
QoQ	25.9%	73.4%	-43.5%	21.8%	-35.1%	-15.5%	83.0%	-27.8%			
YoY	-8.6%	75.9%	22.6%	50.1%	-22.7%	-62.3%	22.1%	-27.6%	31.9%	-29.0%	7.1%

자료: 강원랜드, 키움증권 리서치센터

강원랜드 방문자/드롭액 추이 및 전망

구분	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25E	4Q25E	2023	2024	2025E	2026E
방문자 수	605	546	647	598	635	574	673	622	2,413	2,396	2,504	2,579
YoY	-3%	-5%	1%	5%	5%	5%	4%	4%	16%	-3%	18%	12%
총 드롭액	1,380	1,347	1,499	1,370	1,455	1,473	1,629	1,479	5,722	5,595	6,037	6,299
YoY	-8%	-5%	2%	3%	5%	9%	9%	8%	3%	-2%	8%	4%
인당 드롭액	2.3	2.5	2.3	2.3	2.3	2.6	2.4	2.4	2.4	2.3	2.4	2.4
홀드율	25%	25%	24%	24%	24%	25%	23%	24%	23%	24%	24%	24%

자료: 강원랜드, 키움증권 리서치센터

강원랜드 카지노 Capacity

구분	2000.10~	2003.03~	2004.11~	2013.6~	2018.01~	2020.07~	2028~
운영시간	21 시간	20 시간	20 시간	20 시간	18 시간	20 시간	20 시간
테이블 수	30	100	132	200	180	200	250
머신 수	480	960	960	1,360	1,360	1,360	1,610

자료: 강원랜드, 키움증권 리서치센터

카지노 영업 조건 변경사항

구분	기존	향후	증가분	적용 시기
카지노 면적 확장(일반업장)	4,390 평	6,129 평	1,739 평	2027년 12월 완공
게임기구수 증설	테이블 200 대	250 대	50 대(일반업장)	
	머신 1,360 대	1,610 대	250 대(일반업장)	
외국인 전용구역	배당한도 최대 30만원	최대 3억원	-	미정
	이용대상 외국인(시민권자)	외국인(시민권자), 영주권자	-	미정

자료: 강원랜드, 키움증권 리서치센터

사행산업 및 강원랜드 매출총량제 추이

구분	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
Nominal GDP	2,006,975	2,040,594	2,058,466	2,221,913	2,323,782	2,401,189	2,549,121	
YoY(%)	3.8%	1.7%	0.9%	7.9%	4.6%	3.3%	6.2%	
사행산업 전체캡	9,779	10,037	10,115	10,240	10,948	11,422	11,913	12,693
YoY(%)	6.5%	2.6%	0.8%	1.2%	6.9%	4.3%	4.3%	6.5%
GDP 대비	0.54%	0.54%	0.51%	0.51%	0.51%	0.51%	0.51%	0.51%
강원랜드 매출캡	1,486	1,558	1,582	1,612	1,723	1,527	1,434	1,646
사행산업 대비 비중	15.2%	15.5%	15.6%	15.7%	15.7%	13.4%	12.0%	13.0%
강원랜드 GGR	1,400	1,482	444	775	1,224	1,320	1,364	
초과	-86	-77	-1,138	-837	-500	-207	-70	

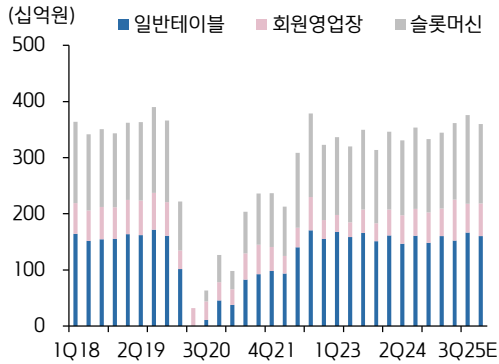
자료: 강원랜드, 한국은행, 키움증권 리서치센터

사행산업 주요 특별비용 및 매출총량제

구분	설명	산정방식
관광진흥개발기금	관광진흥을 위해 정부에서 설치, 운영하는 기금. 기금재원은 정부출연금, 카지노 및 국외여행자 납부금 등	- 매출 10억원 이하: 1% - 매출 10억~100억원: 천만원 + 10억원 초과 금액 5% - 매출 100억원 이상: 4.6억원 + 백억원 초과 금액 10%
개별소비세	특정한 물품·특정한 장소에서의 입장행위, 특정한 장소에서의 유희음식행위 및 영업행위에 부과되는 소비세	- 매출 500억원 이하: 과세하지 않음 - 매출 500억~1,000억원: 500억원 초과금액의 2% - 매출 1,000억원 이상: 10억원 + 천억원 초과 금액 4%
폐광지역개발기금	폐광지역 관광진흥 및 지역개발사업을 추진하기 위한 기금	(기존) 강원랜드 카지노 법인세차감전 순이익의 25% (변경 후) 강원랜드 카지노 영업매출(GGR)의 13%
매출총량제	사회적 부작용 최소화 목적으로 매출액에 대한 상한 설정	사행산업 전체 총량설정: 당해연도 GDP 대비 0.51% 적용 1차총량보정: 업종별 유희률 30% 기준으로 보정 2차총량보정: 건전화 평가 S(+7%), A(+4%), B(0%), C(-4%) 3차총량보정: 전년도 총량 준수 여부 조정 4차총량보정: 전체 순매출 비중 초과 시 업종별 조정

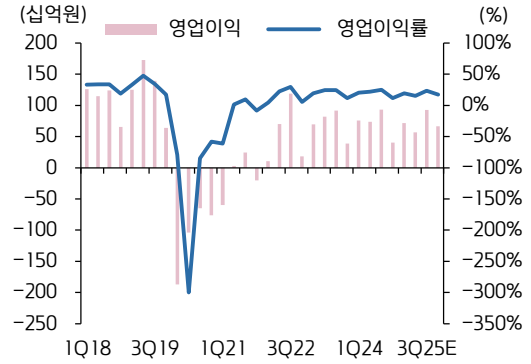
자료: 키움증권 리서치센터

강원랜드 매출액 추이 및 전망



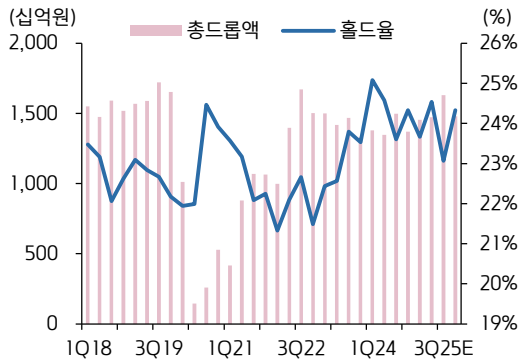
자료: 강원랜드, 키움증권 리서치센터

강원랜드 영업이익 및 OPM



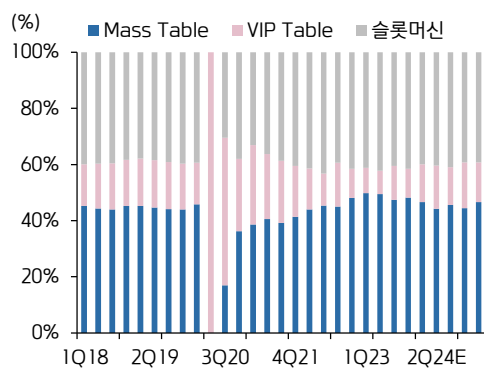
자료: 강원랜드, 키움증권 리서치센터

강원랜드 드롭액 및 홀드율 추이



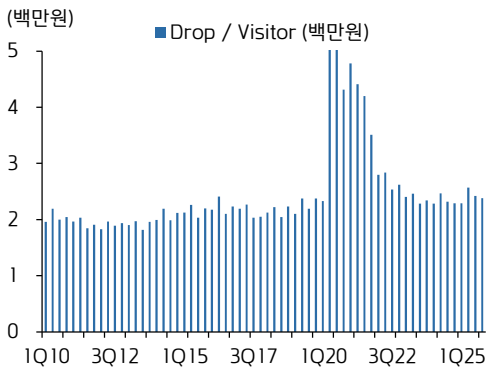
자료: 강원랜드, 키움증권 리서치센터

강원랜드 Mass/VIP/슬롯 매출비중 추이



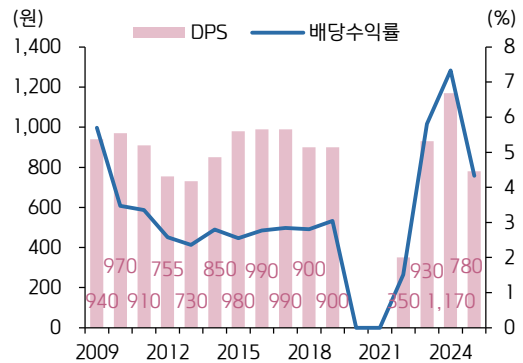
자료: 강원랜드, 키움증권 리서치센터

강원랜드_인당 평균 드랍액 추이



자료: 강원랜드, 키움증권 리서치센터

강원랜드_DPS 및 배당수익률



자료: 강원랜드, 키움증권 리서치센터

포괄손익계산서

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	1,388.6	1,426.9	1,508.5	1,578.2	1,634.3
매출원가	979.4	1,008.0	1,094.2	1,143.1	1,187.5
매출총이익	409.2	418.9	414.3	435.1	446.8
판매비	126.9	133.1	126.7	137.5	141.5
영업이익	282.3	285.8	287.6	297.5	305.3
EBITDA	362.7	364.3	361.6	368.1	377.1
영업외손익	175.0	279.6	118.9	131.3	144.8
이자수익	32.4	31.8	35.2	37.2	39.1
이자비용	7.7	2.8	2.8	2.8	2.8
외환관련이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
외환관련손실	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
종속 및 관계기업손익	-6.9	-0.3	-0.3	-0.3	-0.3
기타	157.2	250.9	86.8	97.2	108.8
법인세차감전이익	457.2	565.3	406.5	428.9	450.1
법인세비용	116.4	108.5	78.0	82.3	86.3
계속사업순손익	340.9	456.9	328.5	346.6	363.7
당기순이익	340.9	456.9	328.5	346.6	363.7
지배주주순이익	340.9	456.9	328.5	346.6	363.7
증감 및 수익성 (%)					
매출액 증감율	9.3	2.8	5.7	4.6	3.6
영업이익 증감율	29.8	1.2	0.6	3.4	2.6
EBITDA 증감율	22.6	0.4	-0.7	1.8	2.4
지배주주순이익의 증감율	194.9	34.0	-28.1	5.5	4.9
EPS 증감율	194.9	34.0	-28.1	5.5	4.9
매출총이익율(%)	29.5	29.4	27.5	27.6	27.3
영업이익률(%)	20.3	20.0	19.1	18.9	18.7
EBITDA Margin(%)	26.1	25.5	24.0	23.3	23.1
지배주주순이익률(%)	24.5	32.0	21.8	22.0	22.3

현금흐름표

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
영업활동 현금흐름	337.8	487.0	295.2	223.4	245.5
당기순이익	340.9	456.9	328.5	346.6	363.7
비현금항목의 가감	17.6	27.6	-74.6	-75.8	-72.4
유형자산감가상각비	79.5	77.6	67.3	67.2	70.1
무형자산감가상각비	1.0	0.9	6.7	3.3	1.7
지분법평가손익	-7.8	-0.3	0.0	0.0	0.0
기타	-55.1	-50.6	-148.6	-146.3	-144.2
영업활동자산부채증감	-7.0	8.9	86.9	0.4	4.2
매출채권및기타채권의감소	1.4	0.8	-1.5	-1.3	-1.0
재고자산의감소	-1.5	1.1	-0.3	-0.2	-0.2
매입채무및기타채무의증가	45.8	20.6	20.1	20.7	21.3
기타	-52.7	-13.6	68.6	-18.8	-15.9
기타현금흐름	-13.7	-6.4	-45.6	-47.8	-50.0
투자활동 현금흐름	-202.7	-178.1	-75.2	-90.9	-107.8
유형자산의 취득	-70.8	-107.5	-127.2	-133.5	-140.1
유형자산의 처분	1.3	1.6	0.0	0.0	0.0
무형자산의 순취득	-0.1	-11.5	0.0	0.0	0.0
투자자산의감소(증가)	-321.3	-460.9	0.0	0.0	0.0
단기금융자산의감소(증가)	10.9	255.0	-93.3	-102.6	-112.9
기타	177.3	145.2	145.3	145.2	145.2
재무활동 현금흐름	-70.0	-230.7	-236.1	-157.9	-168.0
차입금의 증가(감소)	2.5	-0.5	0.0	0.0	0.0
자본금·자본잉여금의 증가(감소)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자기주식처분(취득)	0.0	-40.0	0.0	0.0	0.0
배당금지급	-71.0	-188.5	-234.5	-156.3	-166.3
기타	-1.5	-1.7	-1.6	-1.6	-1.7
기타현금흐름	0.0	0.0	50.5	50.5	50.5
현금 및 현금성자산의 순증가	65.1	78.3	34.4	25.2	20.4
기초현금 및 현금성자산	101.1	166.2	244.5	278.9	304.1
기말현금 및 현금성자산	166.2	244.5	278.9	304.1	324.5

재무상태표

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
유동자산	1,391.1	1,213.8	1,342.3	1,470.7	1,604.5
현금 및 현금성자산	166.2	244.5	278.9	304.1	324.5
단기금융자산	1,187.6	932.7	1,025.9	1,128.5	1,241.4
매출채권 및 기타채권	24.2	25.7	27.2	28.4	29.5
재고자산	5.5	4.4	4.7	4.9	5.0
기타유동자산	7.6	6.5	5.6	4.8	4.1
비유동자산	3,057.6	3,486.9	3,540.0	3,603.0	3,671.3
투자자산	1,554.7	2,015.7	2,015.7	2,015.7	2,015.7
유형자산	1,234.4	1,253.7	1,313.6	1,379.9	1,449.9
무형자산	1.8	13.3	6.6	3.3	1.6
기타비유동자산	266.7	204.2	204.1	204.1	204.1
자산총계	4,448.7	4,700.6	4,882.3	5,073.7	5,275.8
유동부채	701.1	749.9	759.4	770.5	783.3
매입채무 및 기타채무	620.8	640.6	660.7	681.4	702.7
단기금융부채	6.1	3.2	3.2	3.2	3.2
기타유동부채	74.2	106.1	95.5	85.9	77.4
비유동부채	69.6	67.1	67.1	67.1	67.1
장기금융부채	54.9	51.3	51.3	51.3	51.3
기타비유동부채	14.7	15.8	15.8	15.8	15.8
부채총계	770.8	817.0	826.5	837.6	850.3
자본지분	3,677.9	3,883.7	4,055.9	4,236.1	4,425.5
자본금	107.0	107.0	107.0	107.0	107.0
자본잉여금	129.3	129.3	129.3	129.3	129.3
기타자본	-174.1	-214.1	-214.1	-214.1	-214.1
기타포괄손익누계액	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
이익잉여금	3,615.7	3,861.5	4,033.6	4,213.9	4,403.3
비지배지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	3,677.9	3,883.7	4,055.9	4,236.1	4,425.5

투자지표

(단위: 원, %, 배)

12월 결산, IFRS 연결	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
주당지표(원)					
EPS	1,593	2,136	1,535	1,620	1,700
BPS	17,191	18,153	18,958	19,800	20,686
CFPS	1,675	2,265	1,187	1,266	1,362
DPS	930	1,170	780	830	870
주가배수(배)					
PER	10.0	7.5	11.4	10.8	10.3
PER(최고)	15.2	8.7	13.5		
PER(최저)	9.0	6.2	9.6		
PBR	0.93	0.88	0.93	0.89	0.85
PBR(최고)	1.40	1.03	1.09		
PBR(최저)	0.84	0.73	0.77		
PSR	2.47	2.39	2.49	2.38	2.30
PCFR	9.6	7.1	14.8	13.9	12.9
EV/EBITDA	5.9	6.3	6.9	6.5	6.0
주요비율(%)					
배당성향(%·보통주, 현금)	55.3	51.3	47.6	48.0	47.9
배당수익률(%·보통주, 현금)	5.8	7.3	4.4	4.7	5.0
ROA	7.9	10.0	6.9	7.0	7.0
ROE	9.6	12.1	8.3	8.4	8.4
ROIC	44.6	37.9	35.4	34.1	32.5
매출채권회전율	59.6	57.2	57.0	56.7	56.5
재고자산회전율	290.8	287.5	333.1	331.4	329.7
부채비율	21.0	21.0	20.4	19.8	19.2
순차입금비율	-35.2	-28.9	-30.8	-32.5	-34.2
이자보상배율, 현금	36.9	103.3	104.0	107.6	110.4
총차입금	61.1	54.4	54.4	54.4	54.4
순차입금	-1,292.8	-1,122.7	-1,250.5	-1,378.2	-1,511.5
EBITDA	362.7	364.3	361.6	368.1	377.1
FCF	315.7	222.5	266.1	178.0	182.6

자료: 강원랜드, 키움증권 리서치센터



BUY(Initiate)

목표주가 65,000원

주가(10/13) 47,650원

엔터/레저/미디어 Analyst 임수진

soojin.lim@kiwoom.com

하나투어에 대한 투자의견 'BUY', 목표주가 65,000원으로 신규 분석을 개시합니다. 3분기는 추석 연휴 시점 이동에 따른 패키지 수요 둔화로 일시적 부진이 있었으나, 4분기부터 여행 수요 회복이 본격화되며 실적 반등이 예상됩니다. 2026년 구조적 성장세가 이어질 전망이며, 네이버와의 제휴를 통한 인바운드 플랫폼 확장이 중장기 성장 모멘텀으로 작용할 것입니다.

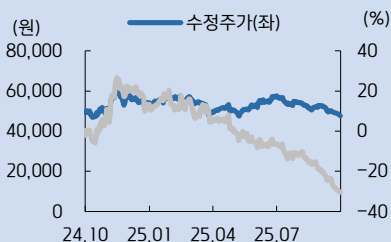
Stock Data

KOSPI (10/13)		3,584.55pt	
시가총액		7,381억원	
52주 주가동향	최고가	최저가	
	59,800원	46,900원	
최고/최저가 대비 등락	-20.3%	1.6%	
주가수익률	절대	상대	
	1M	-9.9%	-20.4%
	6M	-12.6%	-35.8%
	1Y	4.2%	-21.0%

Company Data

발행주식수	15,490천주
일평균 거래량(3M)	64천주
외국인 지분율	13.6%
배당수익률(25.E)	2.9%
BP(25.E)	13,037원
주요 주주	하모니아 1 호 유한회사 외 4 인
	17.4%

Price Trend



여행 수요 재개에 주목

>>> 3분기 추석 시점 영향으로 일시적 부진

3분기 영업수익은 약 1,200억원(QoQ +0.1%, YoY -25%), 영업이익은 78억원(QoQ -21%, YoY -36%)으로 컨센서스(약 90억원)를 소폭 하회할 전망이다. 올해 추석 연휴가 10월로 이동하면서 3분기 패키지 수요가 계절적 요인과 기저효과의 영향을 동시에 받았다. 패키지 송출객 수는 약 45만 명(QoQ -1%, YoY -11%)으로 감소했으나, FIT 송출객은 48만 명(YoY +7%)으로 견조한 성장세를 유지했다. ASP는 94만 원(YoY -11%) 수준으로 보수적으로 추정되지만, 10월 추석 연휴 이후 송출객 반등세가 빠르게 회복될 것으로 예상된다.

>>> 네이버 제휴로 인바운드 확장 본격화

2026년 영업수익은 6,857억원(+16% YoY), 영업이익은 708억원(+32% YoY)으로 본격적인 회복세가 기대된다. 내년 패키지 송출객 수는 245만 명(+17% YoY), FIT 송출객 수는 309만 명(+45% YoY)으로 예상된다. AI 기반 예약 효율화와 외국인 고객 이용 확대가 동시에 작용하며, 하나투어의 플랫폼 경쟁력이 강화될 전망이다. 특히 네이버와의 전략적 제휴는 인바운드 시장 진출의 결정적 전환점이 될 것이다. 하나투어는 네이버의 '공식 인바운드 여행 예약 파트너사'로 선정되어, 네이버 지도 및 여행 탭 내에서 외국인 관광객이 투어·체험 상품을 직접 예약할 수 있는 구조를 구축했다. 이 제휴를 통해 방한 관광객이 하나투어 플랫폼으로 자연 유입되는 경로가 확보되며, 네이버의 빅데이터 기반 추천 시스템과 연계해 OTA 대비 구조적 경쟁우위를 확보할 것으로 예상된다.

(십억원, IFRS 연결)	2023	2024	2025F	2026F	2027F
영업수익	804.3	1,204.9	1,159.1	1,339.8	1,455.1
영업이익	66.5	99.5	105.0	138.4	160.1
EBITDA	121.1	153.4	126.6	154.4	175.8
세전이익	112.0	135.3	138.6	177.6	201.4
순이익	115.4	193.6	130.4	167.1	189.6
지배주주지분순이익	91.9	159.2	107.2	137.4	155.8
EPS(원)	2,932	5,079	3,421	4,383	4,972
증감률(% YoY)	흑전	73.2	-32.6	28.1	13.4
PER(배)	17.8	10.7	13.9	10.9	9.6
PBR(배)	4.91	4.98	3.66	3.02	2.53
EV/EBITDA(배)	11.1	9.2	8.5	6.7	5.5
영업이익률(%)	8.3	8.3	9.1	10.3	11.0
ROE(%)	32.0	47.2	28.6	30.4	28.7
순차입금비용(%)	-85.7	-85.7	-91.2	-85.1	-82.6

자료: 하나투어, 키움증권 리서치센터

>>> Valuation

하나투어 목표주가 산정 Table

구분	내용	비고
2026E 지배주주 순이익	134.9	단위: 십억원
주식수	15.5	단위: 백만주
2026E 지배주주 EPS	4,303	단위: 원
Target P/E (배)	15	최근 3개년 평균 P/E 적용
적정주가 (원)	64,551	2026E EPS x Target P/E
목표주가 (원)	65,000	
현재주가 (원)	47,650	
Upside (%)	36.4	

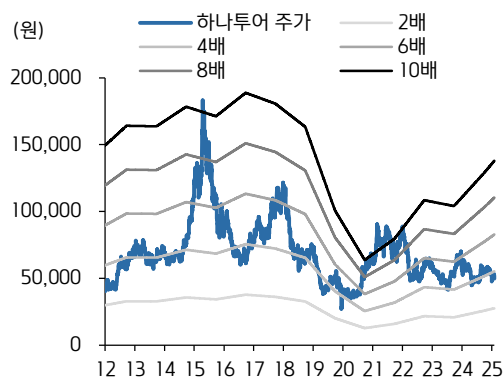
자료: 하나투어, 키움증권 리서치센터

하나투어 P/E Band Chart



자료: Quantwise, 키움증권 리서치센터

하나투어 P/B Band Chart



자료: Quantwise, 키움증권 리서치센터

하나투어 실적 추이 및 전망

구분	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25E	4Q25E	2024	2025E	2026E
영업수익(십억원)	183.3	131.7	159.4	142.2	168.4	119.9	122.4	182.4	616.6	593.2	685.7
QoQ	53.4%	-28.2%	21.1%	-10.8%	18.4%	-28.8%	2.1%	48.9%	-	-	-
YoY	121.0%	59.8%	25.8%	19.0%	-8.1%	-8.9%	-23.2%	28.2%	49.8%	-3.8%	15.6%
본사	157.8	106.6	134.6	114.8	142.2	94.0	103.6	147.7	513.8	487.5	560.4
여행알선수익	82.7	63.0	68.3	70.3	70.5	65.5	62.5	90.2	284.3	288.8	345.9
재화판매수익(전세기)	60.6	29.6	51.8	28.9	54.8	12.5	25.9	40.5	171.0	133.7	144.3
항공권수수료수익	0.9	1.0	0.9	1.2	0.9	1.4	0.9	1.8	3.9	5.1	7.3
기타알선수익	13.6	13.0	13.6	14.4	16.0	14.6	14.3	15.1	54.5	59.9	62.9
국내자회사	15.0	14.9	15.3	14.6	13.5	13.2	10.6	18.8	59.8	56.0	66.8
해외자회사	18.8	18.8	18.4	21.3	21.8	20.8	14.5	27.5	77.4	84.5	100.3
영업비용	161.7	128.0	147.4	128.6	156.1	110.3	114.6	158.4	565.7	539.4	614.8
영업이익	21.6	3.7	12.0	13.6	12.3	9.7	7.8	24.0	50.9	53.7	70.8
QoQ	93.9%	-83.1%	228.1%	12.8%	-9.5%	-21.4%	-19.3%	207.9%	-	-	-
YoY	285.4%	-9.8%	-9.0%	21.6%	-43.2%	163.3%	-35.2%	76.9%	49.5%	5.6%	31.8%
영업이익률	11.8%	2.8%	7.5%	9.5%	7.3%	8.0%	6.4%	13.2%	8.3%	9.1%	10.3%
당기순이익	21.4	8.6	11.4	40.9	11.9	8.3	9.3	24.2	82.3	53.7	69.0
QoQ	92.0%	-59.7%	32.0%	258.7%	-70.9%	-30.2%	12.1%	160.8%	-	-	-
YoY	168.3%	-37.0%	-19.7%	265.9%	-44.6%	-4.0%	-18.5%	-40.7%	64.5%	-34.7%	28.6%

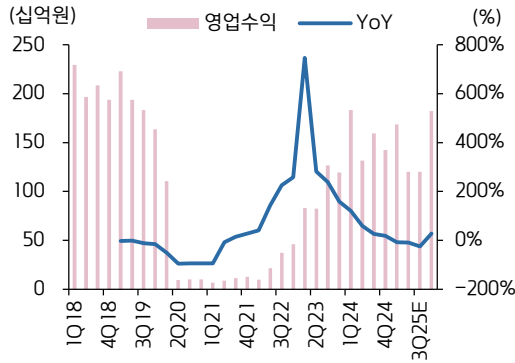
자료: 하나투어, 키움증권 리서치센터

출국자 수, 하나투어 세부 실적 수치 및 전망

구분	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25E	2024	2025E	2026E
내국인 출국자 수	7,003	6,185	6,730	7,040	7,350	6,332	6,663	7,218	26,959	27,563	28,471
QoQ	15%	-12%	9%	5%	4%	-14%	5%	8%	-	-	-
YoY	50%	34%	14%	15%	5%	2%	-1%	3%	27%	2%	3%
하나투어 고객 수	986	858	951	1044	1097	902	930	1296	3,839	4,225	5,539
QoQ	33%	-13%	11%	10%	5%	-18%	3%	39%	-	-	-
YoY	74%	55%	31%	41%	11%	5%	-2%	24%	48%	10%	31%
패키지 고객 수	608	491	504	600	580	457	451	612	2,203	2,100	2,449
QoQ	36%	-19%	3%	19%	-3%	-21%	-1%	36%	-	-	-
YoY	114%	80%	41%	34%	-5%	-7%	-11%	2%	62%	-5%	17%
항공권 고객 수	378	367	447	444	516	446	480	684	1,636	2,126	3,090
QoQ	29%	-3%	22%	-1%	16%	-14%	8%	43%	-	-	-
YoY	33%	30%	21%	52%	37%	21%	7%	54%	33%	30%	45%

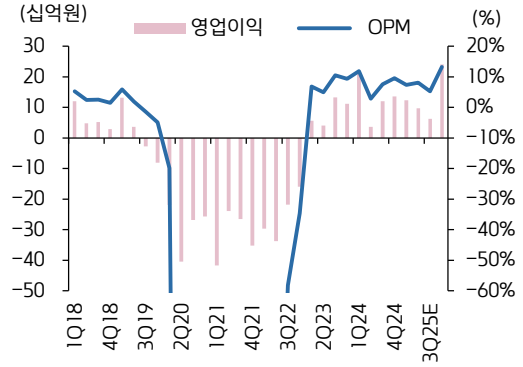
자료: 하나투어, 대신증권 Research Center

하나투어 매출액 추이 및 전망



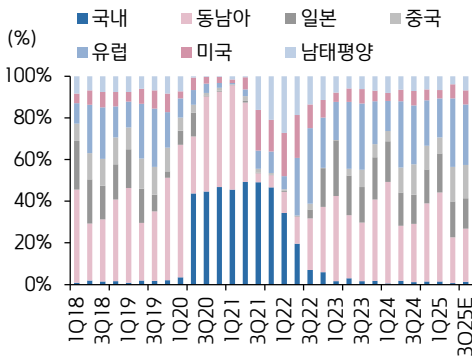
자료: 하나투어, 키움증권 리서치센터

하나투어 영업이익 및 OPM



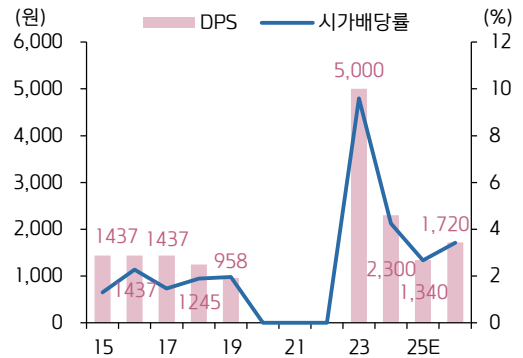
자료: 하나투어, 키움증권 리서치센터

하나투어 분기 수탁금 지역별 비중



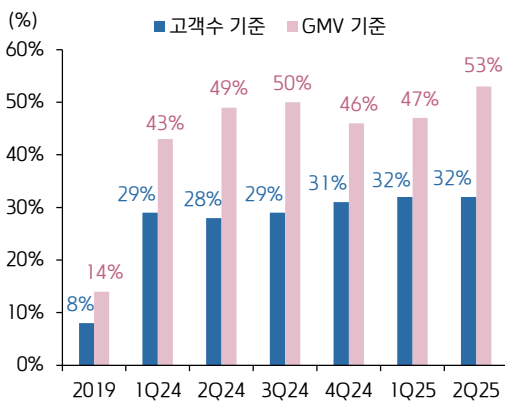
자료: 하나투어, 키움증권 리서치센터

하나투어 DPS 및 배당률 추이



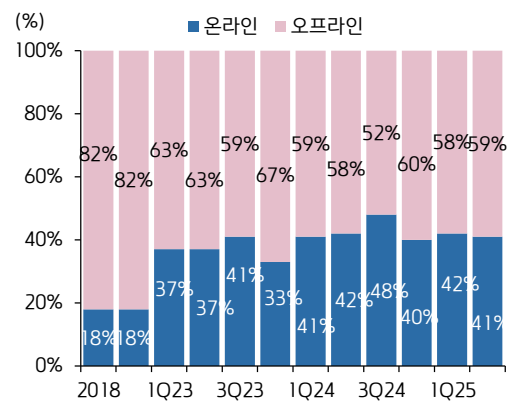
자료: 하나투어, 키움증권 리서치센터

하나투어_중고가 패키지 판매비중



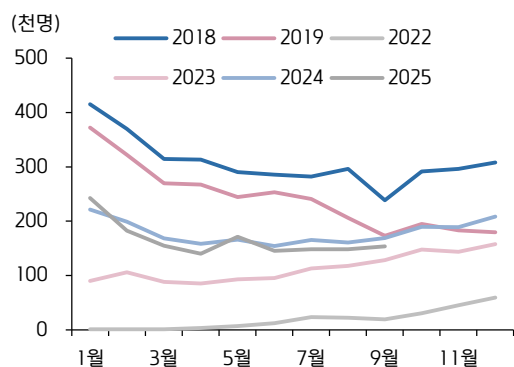
자료: 하나투어, 키움증권 리서치센터

하나투어 고객수 기준 온/오프라인 비중



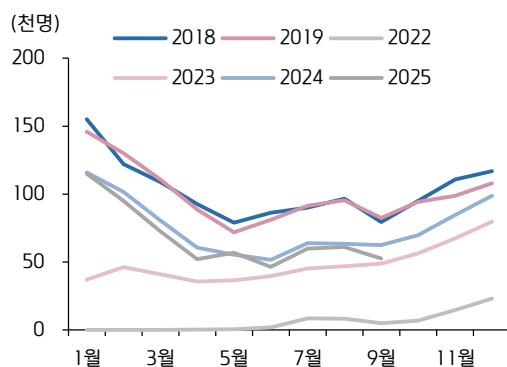
자료: 하나투어, 키움증권 리서치센터

하나투어 월별 패키지 송출객 수_전체



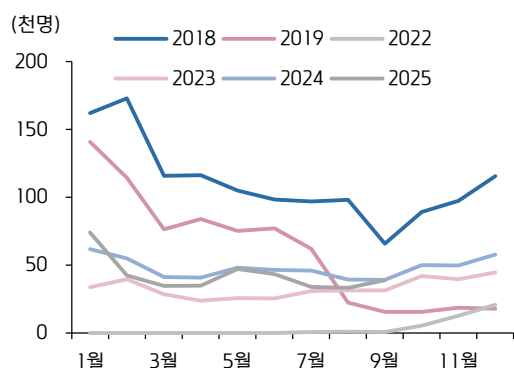
자료: 하나투어, 키움증권 리서치센터

하나투어 월별 패키지 송출객 수_동남아



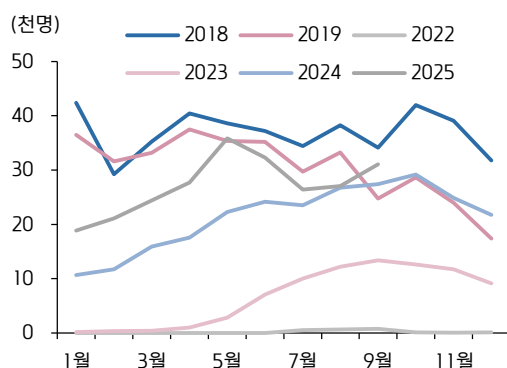
자료: 하나투어, 키움증권 리서치센터

하나투어 월별 패키지 송출객 수_일본



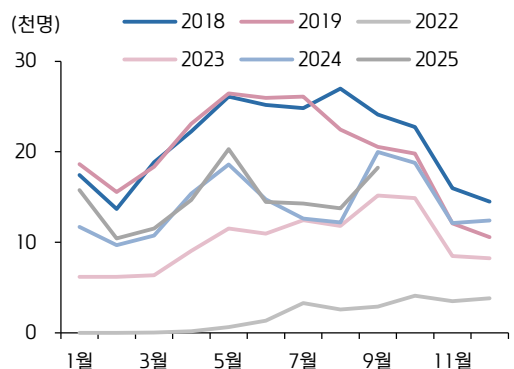
자료: 하나투어, 키움증권 리서치센터

하나투어 월별 패키지 송출객 수_중국



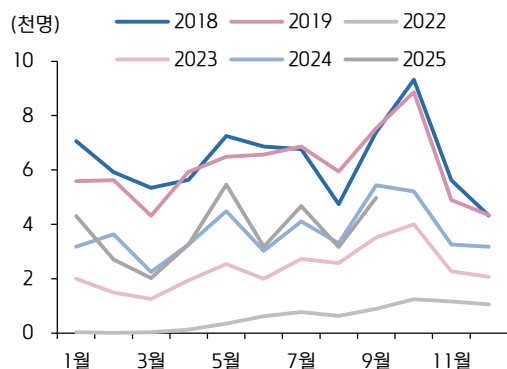
자료: 하나투어, 키움증권 리서치센터

하나투어 월별 패키지 송출객 수_유럽



자료: 하나투어, 키움증권 리서치센터

하나투어 월별 패키지 송출객 수_미국



자료: 하나투어, 키움증권 리서치센터

포괄손익계산서

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	804.3	1,204.9	1,159.1	1,339.8	1,455.1
매출원가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
매출총이익	804.3	1,204.9	1,159.1	1,339.8	1,455.1
판매비	737.8	1,105.4	1,054.1	1,201.4	1,295.0
영업이익	66.5	99.5	105.0	138.4	160.1
EBITDA	121.1	153.4	126.6	154.4	175.8
영업외손익	45.4	35.8	33.6	39.2	41.3
이자수익	14.0	15.9	14.8	16.5	18.6
이자비용	5.5	4.7	5.1	5.1	5.1
외환관련이익	8.2	12.2	11.4	13.3	15.3
외환관련손실	5.1	7.3	7.4	5.5	7.4
중속 및 관계기업손익	0.2	-0.4	-0.4	-0.4	-0.4
기타	33.6	20.1	20.3	20.4	20.3
법인세차감전이익	112.0	135.3	138.6	177.6	201.4
법인세비용	-3.0	0.8	8.2	10.5	11.9
계속사업순손익	115.0	134.5	130.4	167.1	189.6
당기순이익	115.4	193.6	130.4	167.1	189.6
지배주주순이익	91.9	159.2	107.2	137.4	155.8
증감율 및 수익성 (%)					
매출액 증감율	258.0	49.8	-3.8	15.6	8.6
영업이익 증감율	흑전	49.6	5.5	31.8	15.7
EBITDA 증감율	흑전	26.7	-17.5	22.0	13.9
지배주주순이익의 증감율	흑전	73.2	-32.7	28.2	13.4
EPS 증감율	흑전	73.2	-32.6	28.1	13.4
매출총이익율(%)	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
영업이익률(%)	8.3	8.3	9.1	10.3	11.0
EBITDA Margin(%)	15.1	12.7	10.9	11.5	12.1
지배주주순이익률(%)	11.4	13.2	9.2	10.3	10.7

현금흐름표

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
영업활동 현금흐름	228.1	172.0	95.2	33.1	66.0
당기순이익	115.4	193.6	130.1	164.1	186.1
비현금항목의 가감	13.2	-14.4	-69.9	-79.0	-80.0
유형자산감가상각비	36.8	37.1	12.7	11.7	13.7
무형자산감가상각비	17.8	16.8	9.0	4.3	2.0
지분법평가손익	-0.2	-0.4	0.0	0.0	0.0
기타	-41.2	-67.9	-91.6	-95.0	-95.7
영업활동자산부채증감	96.8	-12.9	31.8	-54.6	-43.4
매출채권및기타채권의감소	-40.4	-12.0	6.6	-23.3	-14.9
재고자산의감소	-100.7	-22.3	13.7	-12.3	-13.6
매입채무및기타채무의증가	76.1	3.3	-14.0	-5.6	-5.2
기타	161.8	18.1	25.5	-13.4	-9.7
기타현금흐름	2.7	5.7	3.2	2.6	3.3
투자활동 현금흐름	-126.7	1.1	45.3	42.5	41.7
유형자산의 취득	-10.4	-7.0	-11.7	-13.7	-13.7
유형자산의 처분	0.9	0.2	0.0	0.0	0.0
무형자산의 순취득	-4.1	-3.4	0.0	0.0	0.0
투자자산의감소(증가)	3.0	3.5	-0.1	-0.1	-0.1
단기금융자산의감소(증가)	-116.0	-32.6	16.8	16.0	15.2
기타	-0.1	40.4	40.3	40.3	40.3
재무활동 현금흐름	-49.0	-201.9	-105.5	-77.4	-88.0
차입금의 증가(감소)	-15.0	-12.2	0.0	0.0	0.0
자본금,자본잉여금의 증가(감소)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자기주식처분(취득)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
배당금지급	-0.5	-153.7	-69.6	-41.5	-52.1
기타	-33.5	-36.0	-35.9	-35.9	-35.9
기타현금흐름	-1.3	3.4	85.2	89.0	89.2
현금 및 현금성자산의 순증가	51.1	-25.4	120.2	87.2	108.9
기초현금 및 현금성자산	180.8	231.9	206.5	326.7	413.9
기말현금 및 현금성자산	231.9	206.5	326.7	413.9	522.9

자료: 하나투어, 키움증권 리서치센터

재무상태표

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
유동자산	873.4	938.7	1,023.8	1,134.1	1,259.6
현금 및 현금성자산	231.9	206.5	325.1	412.2	521.0
단기금융자산	303.6	336.2	319.4	303.4	288.3
매출채권 및 기타채권	142.2	157.5	151.5	175.2	190.2
재고자산	115.4	137.0	123.3	135.6	149.2
기타유동자산	80.3	101.5	104.5	107.7	110.9
비유동자산	386.2	368.2	358.4	356.2	354.3
투자자산	35.5	32.0	32.2	32.3	32.5
유형자산	22.6	24.1	23.2	25.1	25.1
무형자산	32.7	17.9	8.9	4.6	2.6
기타비유동자산	295.4	294.2	294.1	294.2	294.1
자산총계	1,259.6	1,306.9	1,382.2	1,490.3	1,613.9
유동부채	723.2	748.6	734.6	729.0	723.8
매입채무 및 기타채무	305.2	280.3	266.3	260.6	255.4
단기금융부채	54.1	45.3	45.3	45.3	45.3
기타유동부채	363.9	423.0	423.0	423.1	423.1
비유동부채	225.1	205.5	205.9	206.4	206.8
장기금융부채	214.6	195.2	195.2	195.2	195.2
기타비유동부채	10.5	10.3	10.7	11.2	11.6
부채총계	948.3	954.1	940.5	935.3	930.6
지배지분	332.9	341.7	408.6	494.1	590.8
자본금	15.7	15.7	15.7	15.7	15.7
자본잉여금	52.5	52.6	52.6	52.6	52.6
기타자본	-66.3	-66.4	-66.4	-66.4	-66.4
기타포괄손익누계액	5.1	7.2	8.3	9.4	10.5
이익잉여금	325.9	332.7	398.5	482.9	578.5
비지배지분	-21.6	11.1	34.2	64.0	97.7
자본총계	311.3	352.8	442.9	558.1	688.5

투자지표

(단위: 원, %, 배)

12월 결산, IFRS 연결	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
주당지표(원)					
EPS	2,932	5,079	3,421	4,383	4,972
BPS	10,621	10,903	13,037	15,765	18,851
CFPS	4,102	5,718	1,932	2,817	3,501
DPS	5,000	2,300	1,370	1,750	1,990
주가배수(배)					
PER	17.8	10.7	13.9	10.9	9.6
PER(최고)	22.7	13.9	17.1		
PER(최저)	13.7	8.7	13.5		
PBR	4.91	4.98	3.66	3.02	2.53
PBR(최고)	6.28	6.48	4.49		
PBR(최저)	3.78	4.05	3.54		
PSR	2.03	1.41	1.29	1.11	1.03
PCFR	12.7	9.5	24.7	16.9	13.6
EV/EBITDA	11.1	9.2	8.5	6.7	5.5
주요비율(%)					
배당성향(% , 보통주, 현금)	131.1	36.0	31.8	31.7	31.8
배당수익률(% , 보통주, 현금)	9.6	4.2	2.9	3.7	4.2
ROA	10.7	15.1	9.7	11.6	12.2
ROE	32.0	47.2	28.6	30.4	28.7
ROIC	-116.2	-108.3	-108.7	-171.4	-404.4
매출채권회전율	7.0	8.0	7.5	8.2	8.0
재고자산회전율	12.2	9.5	8.9	10.3	10.2
부채비율	304.6	270.4	212.4	167.6	135.2
순차입금비용	-85.7	-85.7	-91.2	-85.1	-82.6
이자보상배율, 현금	12.1	21.0	20.8	27.4	31.7
총차입금	268.8	240.5	240.5	240.5	240.5
순차입금	-266.7	-302.2	-404.0	-475.1	-568.7
EBITDA	121.1	153.4	126.6	154.4	175.8
FCF	199.1	125.1	139.9	76.8	108.8

GS피앤엘 (499790)



BUY(Initiate)

목표주가 62,000원

주가(10/13) 44,250원

엔터/레저/미디어 Analyst 임수진

soojin.lim@kiwoom.com

GS피앤엘에 대한 투자의견 'BUY', 목표주가 62,000원으로 신규 분석을 개시합니다. 3분기는 웨스틴 서울 파르나스 리오프닝 관련 인건비와 마케팅 비용 증가로 일시적 이익 둔화가 예상되나, 4분기부터 리오프닝 효과와 연휴 수요 확대에 실적 개선이 본격화될 전망입니다. 2026년 ADR 상승과 에어비앤비 규제 강화에 따른 호텔 수요 확대가 맞물리며 밸류 리레이팅 구간 진입이 기대됩니다.

Stock Data

KOSPI (10/13)	3,584.55pt	
시가총액	8,775억원	
52주 주가동향	최고가	최저가
	57,600원	16,590원
최고/최저가 대비 등락	-23.2%	166.7%
주가수익률	절대	상대
1M	-6.2%	-17.0%
6M	134.6%	72.3%
1Y	N/A	N/A

Company Data

발행주식수	19,831천주
일평균 거래량(3M)	204천주
외국인 지분율	10.4%
배당수익률(25.E)	1.7%
BP(25.E)	44,116원
주요 주주	GS 외 2인 58.6%

Price Trend



호텔 리레이팅의 중심

>>> 단기 비용 부담, 리레이팅 구간 진입

3분기 매출액은 1,181억원, 영업이익은 235억원으로 컨센서스를 하회할 전망이다. 9월 중순 리오프닝한 웨스틴 서울 파르나스의 운영 준비 과정에서 인력을 조기 투입하면서 인건비가 기존 예상치를 상회했고, 개장 초기 마케팅·프로모션 관련 일회성 비용도 일부 반영된 것으로 보인다. 현재 웨스틴 서울 파르나스의 예약률은 약 40~50% 수준으로, 개장 초기 프로모션이 마무리되는 4분기부터 점진적인 OCC 상승이 예상된다. 4분기에는 추석 및 중국 국경절 등 연휴 효과와 함께 리오프닝 효과가 본격화되며 실적 반등세가 강화될 전망이다.

>>> 2026년 ADR 성장세가 핵심 변수

2026년 매출액은 6,175억원(YoY +33%), 영업이익은 1,267억원(YoY +62%)으로 전망된다. 9월 재개장한 웨스틴 서울 파르나스를 제외한 기존 호텔들의 OCC는 이미 90% 수준의 풀캐파에 근접해 있어, 향후 성장 여력은 객단가 인상에서 비롯될 가능성이 높다. 보수적으로 ADR 상승률을 나인트리 +10%, 그랜드 인터컨티넨탈 +7%, 코엑스 +5%로 추정했다. 다만, 상향 가능성도 충분하다. 10월 16일부터 에어비앤비 영업신고 의무화 제도가 전면 시행될 예정이며, 내년 1월 1일부터 미신고 숙소 예약이 차단된다. 현재 국내 에어비앤비 등록 숙소의 약 41%가 미등록 상태인 만큼, 풍선효과로 전통 호텔 수요가 증가할 가능성이 높다. 5성급까지 수요 확산이 가시화될 경우 실적 추정치 상향이 가능하며, 호텔 리노베이션 효과와 ADR 개선이 맞물리며 2026년은 밸류 리레이팅이 본격화되는 해가 될 전망이다.

(십억원, IFRS 연결)	2023	2024	2025F	2026F	2027F
매출액	NA	NA	464.6	617.5	663.4
영업이익	NA	NA	78.3	126.7	146.9
EBITDA	NA	NA	78.3	126.7	146.9
세전이익	NA	NA	76.9	125.5	145.9
순이익	NA	NA	55.4	90.4	105.0
지배주주지분순이익	NA	NA	37.6	61.5	71.4
EPS(원)	NA	NA	1,899	3,099	3,601
증감률(% YoY)	NA	NA	흑전	63.2	16.2
PER(배)	NA	NA	23.3	14.3	12.3
PBR(배)	NA	NA	1.00	0.94	0.87
EV/EBITDA(배)	NA	NA	23.5	14.5	12.5
영업이익률(%)	NA	NA	16.9	20.5	22.1
ROE(%)	NA	NA	4.4	6.8	7.3
순차입금비용(%)	NA	NA	41.9	36.9	31.8

자료: GS피앤엘, 키움증권 리서치센터

>>> Valuation

GS피앤엘 목표주가 산정 Table

구분	내용	비고
2026E 지배주주 순이익	37.6	단위: 십억원
주식수	19.8	단위: 백만주
2026E 지배주주 EPS	3,099	단위: 원
Target P/E (배)	19.9	글로벌 호텔 기업 4사(Marriott, Hilton, InterContinental, Hyatt)의 평균 12개월 Fwd PER 28.4배에 할인율 -30% 적용
적정주가 (원)	61,606	
목표주가 (원)	62,000	
현재주가 (원)	44,250	
Upside (%)	40.1	

자료: GS피앤엘, 키움증권 리서치센터

GS피앤엘 운영 호텔 현황

	구분	객실수	개관	소유 구분
5성급 호텔	그랜드 인터컨티넨탈 서울 파르나스	550	1988.08	소유
	웨스틴 서울 파르나스	564	2025.09	소유
	파르나스 호텔 제주	307	2022.07	임대
비즈니스호텔	나인트리 바이 파르나스 서울 명동 I	144	2012.12	임대
	나인트리 바이 파르나스 서울 명동 II	408	2017.03	임대
	나인트리 바이 파르나스 서울 인사동	301	2019.10	임대
	나인트리 바이 파르나스 서울 동대문	219	2020.01	임대
	나인트리 바이 파르나스 서울 판교	315	2021.06	임대
비즈니스호텔(위탁운영)	나인트리 프리미어 로카우스 호텔 서울 용산	274	2023.04	임대
임대 오피스	파르나스 타워	-	2016.07	소유

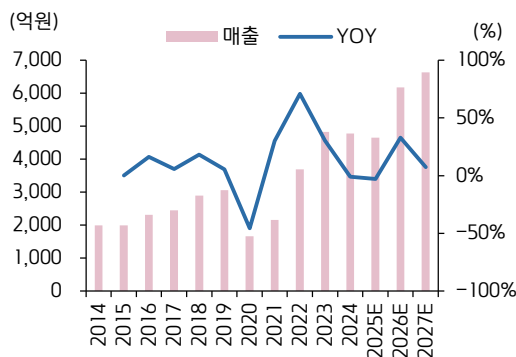
자료: GS피앤엘, 키움증권 리서치센터

GS 피앤엘 실적 추이 및 전망

구분	1Q25	2Q25	3Q25E	4Q25E	1Q26E	2Q26E	3Q26E	4Q26E	2024	2025E	2026E
매출액(십억원)	94.5	112.1	118.1	139.9	140.8	157.4	150.9	168.5	478.0	464.6	617.5
QoQ	N/A	18.7%	5.3%	18.5%	0.6%	11.8%	-4.1%	11.7%	-	-	-
YoY	N/A	N/A	N/A	N/A	49.0%	40.3%	27.8%	20.4%	-0.9%	-2.8%	32.9%
객실수입	34.3	46.0	52.8	62.4	58.5	66.4	69.1	73.5	210	196	267
비중	36%	41%	45%	45%	42%	42%	46%	44%	44%	42%	43%
식음연회	22.8	27.1	29.0	40.2	45.9	52.8	44.7	56.9	153	119	200
비중	24%	24%	25%	29%	33%	34%	30%	34%	32%	26%	32%
기타 합산	37.3	39.1	36.3	37.3	36.3	38.2	37.1	38.1	115	150	150
비중	40%	35%	31%	27%	26%	24%	25%	23%	24%	32%	24%
매출원가	70.9	91.5	85.4	101.1	102.5	124.3	106.8	116.3	353.5	348.9	449.9
QoQ	N/A	29%	-7%	18%	1%	21%	-14%	9%	N/A	-	-
YoY	N/A	N/A	N/A	N/A	44%	36%	25%	15%	N/A	-1%	29%
매출총이익	23.5	20.7	32.7	38.8	38.3	33.0	44.1	52.2	124.5	115.7	167.6
일반관리비	8.3	9.1	9.2	10.8	9.6	10.0	9.8	11.4	23.5	37.5	40.9
영업이익	15.2	11.6	23.5	28.0	28.6	23.0	34.3	40.8	84.8	78.3	126.7
QoQ	N/A	-24%	103%	19%	2%	-20%	49%	19%	-	-	-
YoY	N/A	N/A	N/A	N/A	88%	99%	46%	46%	N/A	-8%	62%
영업이익률	16%	10%	20%	20%	20%	15%	23%	24%	18%	17%	21%
당기순이익	8.3	6.0	18.1	22.9	19.5	13.9	25.2	31.7	N/A	55.4	90.4
QoQ	N/A	-28%	200%	27%	-15%	-29%	81%	26%	-	-	-
YoY	N/A	N/A	N/A	N/A	134%	131%	40%	38%	N/A	38%	63%

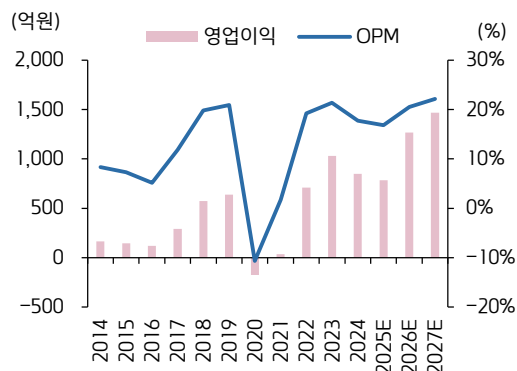
자료: GS 피앤엘, 키움증권 리서치센터

GS피앤엘_연도별 매출 추이 및 전망



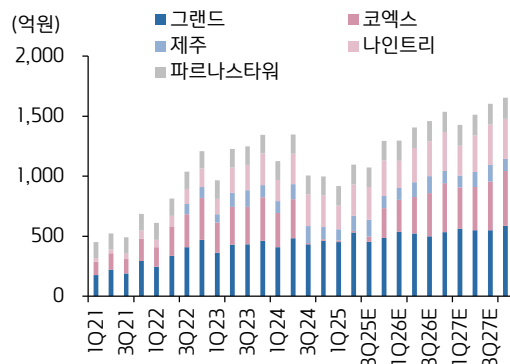
자료: GS피앤엘, GS리테일, 키움증권 리서치센터

GS피앤엘_연도별 영업이익 추이 및 전망



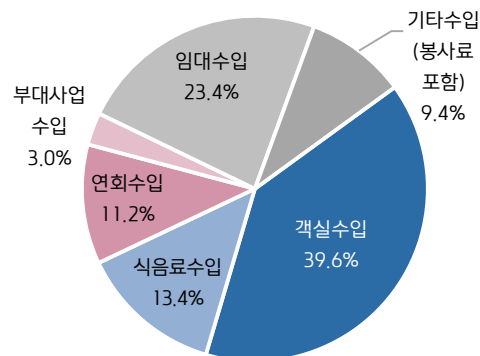
자료: GS피앤엘, GS리테일, 키움증권 리서치센터

GS피앤엘_분기별 호텔별 매출 추이 및 전망



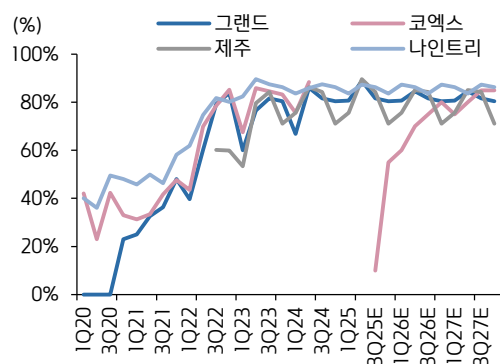
자료: GS피앤엘, 키움증권 리서치센터

GS피앤엘_매출 부문별 비중



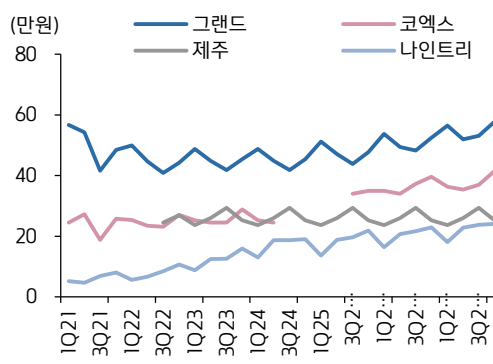
자료: GS피앤엘, 키움증권 리서치센터

GS피앤엘_분기별 OCC 추이 및 전망



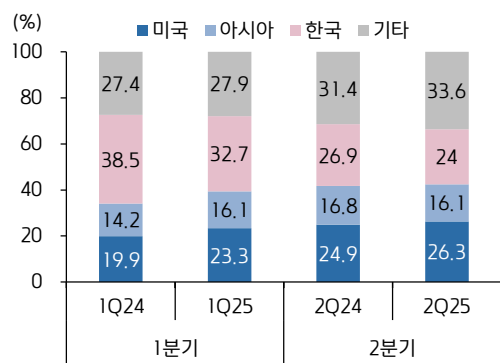
자료: GS피앤엘, 키움증권 리서치센터

GS피앤엘_분기별 ADR 추이 및 전망



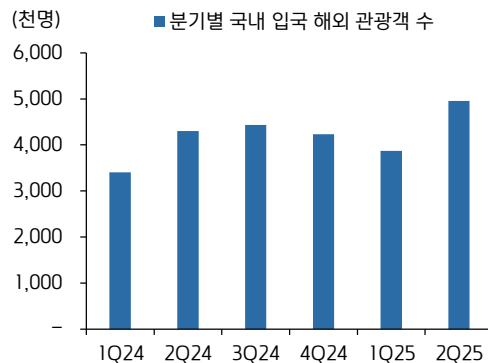
자료: GS피앤엘, 키움증권 리서치센터

GS피앤엘_그랜드 국가별 객실수 판매 비중



자료: GS피앤엘, 키움증권 리서치센터

분기별 국내 입국 해외 관광객 수



자료: 한국관광데이터랩, 키움증권 리서치센터

포괄손익계산서

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	0.0	0.0	464.6	617.5	663.4
매출원가	0.0	0.0	348.9	449.9	473.7
매출총이익	0.0	0.0	115.7	167.6	189.6
판매비	0.0	0.0	37.5	40.9	42.7
영업이익	0.0	0.0	78.3	126.7	146.9
EBITDA	0.0	0.0	78.3	126.7	146.9
영업외손익	0.0	0.0	-1.4	-1.2	-1.1
이자수익	0.0	0.0	0.3	0.4	0.6
이자비용	0.0	0.0	1.7	1.7	1.8
외환관련이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
외환관련손실	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
종속 및 관계기업손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타	0.0	0.0	0.0	0.1	0.1
법인세차감전이익	0.0	0.0	76.9	125.5	145.9
법인세비용	0.0	0.0	21.5	35.1	40.8
계속사업손익	0.0	0.0	55.4	90.4	105.0
당기순이익	0.0	0.0	55.4	90.4	105.0
지배주주순이익	0.0	0.0	37.6	61.5	71.4
증감율 및 수익성 (%)					
매출액 증감율	NA	NA	1,113.1	32.9	7.4
영업이익 증감율	NA	NA	NA	61.8	15.9
EBITDA 증감율	NA	NA	1,435.3	61.8	15.9
지배주주순이익의 증감율	NA	NA	-4,277.8	63.6	16.1
EPS 증감율	NA	NA	흑전	63.2	16.2
매출총이익율(%)	0.0	0.0	24.9	27.1	28.6
영업이익율(%)	0.0	0.0	16.9	20.5	22.1
EBITDA Margin(%)	0.0	0.0	16.9	20.5	22.1
지배주주순이익율(%)	0.0	0.0	8.1	10.0	10.8

현금흐름표

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
영업활동 현금흐름	0.0	0.0	48.4	91.2	105.9
당기순이익	0.0	0.0	55.4	90.4	105.0
비현금항목의 가감	0.0	0.0	23.2	36.6	42.2
유형자산감가상각비	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
무형자산감가상각비	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
지분법평가손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타	0.0	0.0	23.2	36.6	42.2
영업활동자산부채증감	0.0	0.0	-7.2	0.6	0.7
매출채권및기타채권의감소	0.0	0.0	-7.7	0.0	0.0
채고자산의감소	0.0	0.0	-0.1	0.0	0.0
매입채무및기타채무의증가	0.0	0.0	0.6	0.6	0.7
기타	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타현금흐름	0.0	0.0	-23.0	-36.4	-42.0
투자활동 현금흐름	0.0	0.0	-81.9	-51.9	-61.9
유형자산의 취득	0.0	0.0	-90.0	-60.0	-70.0
유형자산의 처분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
무형자산의 순취득	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
투자자산의감소(증가)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
단기금융자산의감소(증가)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타	0.0	0.0	8.1	8.1	8.1
재무활동 현금흐름	0.0	0.0	100.1	10.1	10.1
차입금의 증가(감소)	0.0	0.0	100.0	10.0	10.0
자본금·자본잉여금의 증가(감소)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자기주식처분(취득)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
배당금지급	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타	0.0	0.0	0.1	0.1	0.1
기타현금흐름	0.0	0.0	-7.6	-7.6	-7.6
현금 및 현금성자산의 순증가	0.0	0.0	58.8	41.6	46.4
기초현금 및 현금성자산	0.0	0.0	8.3	67.2	108.8
기말현금 및 현금성자산	0.0	0.0	67.2	108.8	155.2

자료: GS피앤엘, 키움증권 리서치센터

재무상태표

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
유동자산	0.0	0.0	100.3	142.0	188.4
현금 및 현금성자산	0.0	0.0	67.2	108.8	155.2
단기금융자산	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
매출채권 및 기타채권	0.0	0.0	30.1	30.1	30.1
채고자산	0.0	0.0	2.0	2.1	2.1
기타유동자산	0.0	0.0	1.0	1.0	1.0
비유동자산	0.0	0.0	2,325.8	2,385.8	2,455.8
투자자산	0.0	0.0	7.4	7.4	7.4
유형자산	0.0	0.0	1,359.1	1,419.1	1,489.1
무형자산	0.0	0.0	12.6	12.6	12.6
기타비유동자산	0.0	0.0	946.7	946.7	946.7
자산총계	0.0	0.0	2,426.2	2,527.8	2,644.2
유동부채	0.0	0.0	227.8	228.4	229.1
매입채무 및 기타채무	0.0	0.0	140.0	140.6	141.3
단기금융부채	0.0	0.0	65.4	65.4	65.4
기타유동부채	0.0	0.0	22.4	22.4	22.4
비유동부채	0.0	0.0	905.6	915.6	925.6
장기금융부채	0.0	0.0	543.8	553.8	563.8
기타비유동부채	0.0	0.0	361.8	361.8	361.8
부채총계	0.0	0.0	1,133.4	1,144.0	1,154.7
지배지분	0.0	0.0	874.9	937.0	1,009.1
자본금	0.0	0.0	19.8	19.8	19.8
자본잉여금	0.0	0.0	818.4	818.4	818.4
기타자본	0.0	0.0	-1.2	-1.2	-1.2
기타포괄손익누계액	0.0	0.0	0.9	1.5	2.2
이익잉여금	0.0	0.0	37.0	98.4	169.9
비지배지분	0.0	0.0	417.9	446.8	480.5
자본총계	0.0	0.0	1,292.8	1,383.8	1,489.5

투자지표

(단위: 원, %, 배)

12월 결산, IFRS 연결	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
주당지표(원)					
EPS	0.0	0.0	1,899	3,099	3,601
BPS	0.0	0.0	44,116	47,249	50,884
CFPS	0.0	0.0	3,960	6,405	7,424
DPS	0.0	0.0	760	1,240	1,440
주가배수(배)					
PER	0.0	0.0	23.3	14.3	12.3
PER(최고)	0.0	0.0	31.2		
PER(최저)	0.0	0.0	8.7		
PBR	0.0	0.0	1.00	0.94	0.87
PBR(최고)	0.0	0.0	1.34		
PBR(최저)	0.0	0.0	0.37		
PSR	0.0	0.0	1.89	1.42	1.32
PCFR	0.0	0.0	11.2	6.9	6.0
EV/EBITDA	0.0	0.0	23.5	14.5	12.5
주요비율(%)					
배당성향(%·보통주, 현금)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
배당수익률(%·보통주, 현금)	0.0	0.0	1.7	2.8	3.3
ROA	0.0	0.0	2.4	3.6	4.1
ROE	0.0	0.0	4.4	6.8	7.3
ROIC	0.0	0.0	3.7	5.7	6.4
매출채권회전율	0.0	0.0	17.7	20.5	22.0
채고자산회전율	0.0	0.0	232.3	302.3	321.5
부채비율	0.0	0.0	87.7	82.7	77.5
순차입금비율	0.0	0.0	41.9	36.9	31.8
이자보상배율, 현금	0.0	0.0	46.2	73.6	84.0
총차입금	0.0	0.0	609.2	619.2	629.2
순차입금	0.0	0.0	542.0	510.4	474.0
EBITDA	0.0	0.0	78.3	126.7	146.9
FCF	0.0	0.0	-40.9	31.9	36.5

고지사항

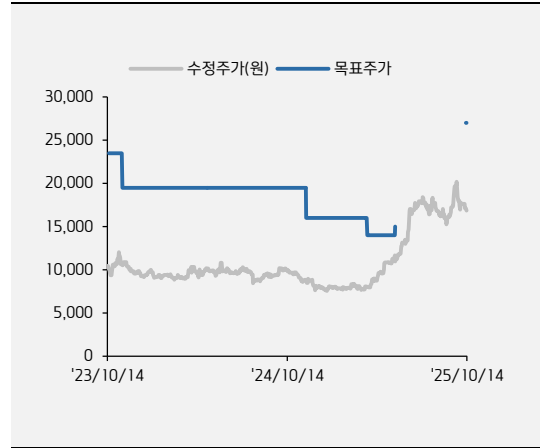
- 본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없고, 통지 없이 의견이 변경될 수 있습니다.
- 본 조사분석자료는 유가증권 투자를 위한 정보제공을 목적으로 당사 고객에게 배포되는 참고자료로서, 유가증권의 종류, 종목, 매매의 구분과 방법 등에 관한 의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않으며 법적 분쟁에서 증거로 사용 될 수 없습니다.
- 본 조사 분석자료를 무단으로 인용, 복제, 전시, 배포, 전송, 편집, 번역, 출판하는 등의 방법으로 저작권을 침해하는 경우에는 관련법에 의하여 민·형사상 책임을 지게 됩니다.

투자의견 변동내역(2개년)

종목명	일자	투자의견	목표주가	목표가 격대 상시 점	과리율(%)	
					평균 주가 대비	최고 주가 대비
롯데관광개발 (032350)	2024-04-24	BUY(Maintain)	19,500원	6개월	-50.73	-44.00
	2024-05-23	BUY(Maintain)	19,500원	6개월	-49.33	-44.41
	2024-07-10	BUY(Maintain)	19,500원	6개월	-50.92	-44.41
	2024-10-04	BUY(Maintain)	16,000원	6개월	-49.78	-43.94
	2025-11-21	BUY(Maintain)	14,000원	6개월	-30.61	-16.50
	2025-03-25	BUY(Maintain)	15,000원	6개월	9.12	34.67
	2025-05-21	BUY(Maintain)	19,500원	6개월	-50.73	-44.00
담당자변경	2025-10-14	Buy(Reinitiate)	27,000원	6개월		

*주가는 수정주가를 기준으로 과리율을 산출하였음

목표주가 추이(2개년)

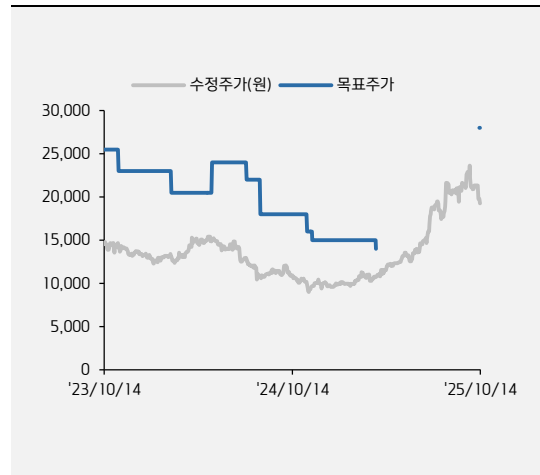


투자의견 변동내역(2개년)

종목명	일자	투자의견	목표주가	목표가 격대 상시 점	과리율(%)	
					평균 주가 대비	최고 주가 대비
파라다이스 (034230)	2024-05-23	BUY(Maintain)	22,000원	6개월	-46.43	-41.91
	2024-07-16	BUY(Maintain)	18,000원	6개월	-37.36	-32.94
	2024-08-12	BUY(Maintain)	18,000원	6개월	-38.96	-32.94
	2024-10-07	BUY(Maintain)	16,000원	6개월	-41.09	-38.56
	2024-11-11	BUY(Maintain)	15,000원	6개월	-33.98	-30.27
	2024-11-21	BUY(Maintain)	15,000원	6개월	-32.15	-24.67
	2025-01-21	BUY(Maintain)	14,000원	6개월	14.71	68.93
	2025-03-25	BUY(Maintain)	22,000원	6개월	-46.43	-41.91
담당자변경	2025-10-14	BUY(Reinitiate)	28,000원	6개월		

*주가는 수정주가를 기준으로 과리율을 산출하였음

목표주가 추이(2개년)

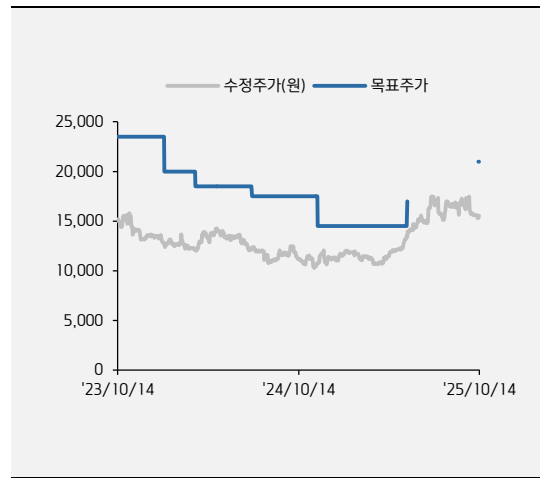


투자 의견 변동내역(2개년)

종목명	일자	투자 의견	목표주 가	목 표 가 격 대 상 시 점	과리율(%)	
					평균 주가 대비	최고 주가 대비
GKL (114090)	2024-04-24	BUY(Maintain)	18,500원	6개월	-27.29	-22.92
	2024-05-23	BUY(Maintain)	18,500원	6개월	-28.22	-22.92
	2024-07-11	BUY(Maintain)	17,500원	6개월	-33.18	-28.74
	2024-10-07	BUY(Maintain)	17,500원	6개월	-34.49	-28.74
	2024-11-21	BUY(Maintain)	14,500원	6개월	-21.47	-16.83
	2025-01-21	BUY(Maintain)	14,500원	6개월	-21.55	-16.83
	2025-03-25	BUY(Maintain)	14,500원	6개월	-20.49	-6.97
	2025-05-21	BUY(Maintain)	17,000원	6개월	-6.63	2.88
담당자변경	2025-10-14	BUY(Reinitiate)	21,000원	6개월		

*주가는 수정주가를 기준으로 과리율을 산출하였음

목표주가 추이(2개년)

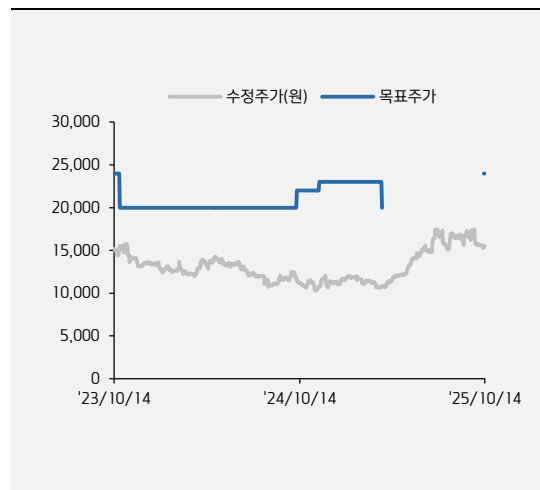


투자 의견 변동내역(2개년)

종목명	일자	투자 의견	목표주 가	목 표 가 격 대 상 시 점	과리율(%)	
					평균 주가 대비	최고 주가 대비
강원랜드 (035250)	2024-01-16	BUY(Maintain)	20,000원	6개월	-33.42	-21.10
	2024-04-24	BUY(Maintain)	20,000원	6개월	-33.41	-28.70
	2024-07-11	BUY(Maintain)	20,000원	6개월	-37.74	-28.70
	2024-10-08	BUY(Maintain)	22,000원	6개월	-49.82	-47.91
	2024-10-08	BUY(Maintain)	22,000원	6개월	-50.00	-47.55
	2024-10-29	BUY(Maintain)	22,000원	6개월	-48.74	-45.18
	2024-11-21	BUY(Maintain)	23,000원	6개월	-36.27	-23.96
	2025-03-25	BUY(Maintain)	20,000원	6개월	-33.42	-21.10
담당자변경	2025-10-14	BUY(Reinitiate)	24,000원	6개월		

*주가는 수정주가를 기준으로 과리율을 산출하였음

목표주가 추이(2개년)

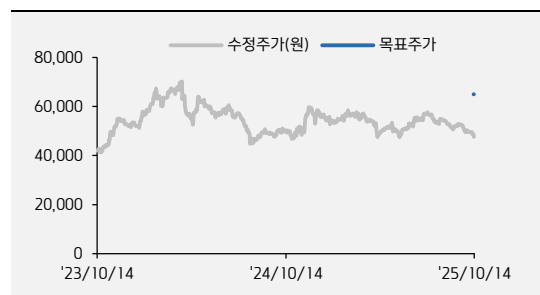


투자 의견 변동내역(2개년)

종목명	일자	투자 의견	목표주 가	목 표 가 격 대 상 시 점	과리율(%)	
					평균 주가 대비	최고 주가 대비
하나투어 (039130)	2025-10-14	BUY(Initiate)	65,000원	6개월		

*주가는 수정주가를 기준으로 과리율을 산출하였음

목표주가 추이(2개년)

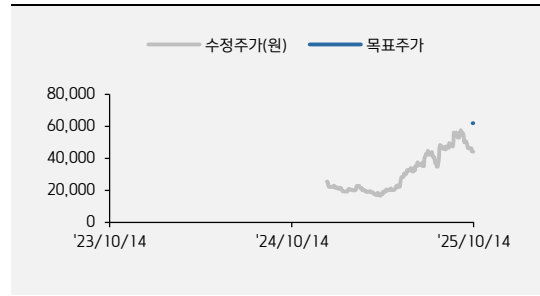


투자의견 변동내역(2개년)

종목명	일자	투자의견	목표주가	목표가격 대 상 시 점	과리율(%)	
					평균 주가 대비	최고 주가 대비
GS파워엘 (499790)	2025-10-14	BUY(Initiate)	62,000원	6개월		

*주가는 수정주가를 기준으로 과리율을 산출하였음

목표주가 추이(2개년)



투자의견 및 적용기준

기업	적용기준(6개월)	업종	적용기준(6개월)
Buy(매수)	시장대비 +20% 이상 주가 상승 예상	Overweight (비중확대)	시장대비 +10% 이상 초과수익 예상
Outperform(시장수익률 상회)	시장대비 +10~+20% 주가 상승 예상	Neutral (중립)	시장대비 +10~-10% 변동 예상
Marketperform(시장수익률)	시장대비 +10~-10% 주가 변동 예상	Underweight (비중축소)	시장대비 -10% 이상 초과하락 예상
Underperform(시장수익률 하회)	시장대비 -10~-20% 주가 하락 예상		
Sell(매도)	시장대비 -20% 이하 주가 하락 예상		

투자등급 비율 통계 (2024/10/01~2025/09/30)

매수	중립	매도
95.21%	4.79%	0.00%