

2025. 11. 12

금융으로
만나는 새로운 세상

IBKS 호텔·카지노 In-Depth

한국발 황금 물결의 흡인력

유통·식자재/지주 **남성현**

02) 6915-5672
rockrole@ibks.com

미디어/엔터/레저 **김유혁**

02) 6915-5673
yuhyuk.kim@ibks.com



IBK기업은행 금융그룹

IBK 투자증권

본 조사분석자료는 당사 리서치본부에서 신뢰할 만한 자료 및 정보를 바탕으로 작성한 것이나 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으며, 과거의 자료를 기초로 한 투자참고 자료로서 향후 주가 움직임은 과거의 패턴과 다를 수 있습니다. 고객께서는 자신의 판단과 책임하에 종목 선택이나 투자시기에 대해 최종 결정하시기 바라며, 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권 투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

CONTENTS

밀물처럼 몰려오는 외국인, 서울에서 전국으로 온기 확대.....	3
K-콘텐츠발 외국인 관광객 증가, 외국인 카지노 수혜.....	3
부산과 제주 호텔 시장도 성장 Cycle 진입.....	4

[카지노]

1. K-콘텐츠가 만들어낸 황금 물결.....	11
2. 외국인 카지노 수혜 전망.....	19
3. 늘어나는 Mass, 끌어오는 VIP.....	21
4. VIP 영업을 공격적으로 강화하는 카지노에 주목.....	32

[호텔]

1. 2019년과 2024년 이후 호텔 시장은 다르다.....	34
2. 2019년과 다른 중국인.....	44
3. 외국인 수요 급증하는 부산.....	46
4. 제주시는 선전, 서귀포는 부진.....	57

[기업분석]

롯데관광개발: 본격화되는 실적 레버리지!.....	68
파라다이스: 클러스터 효과와 VIP 영업확대의 콜라보!.....	72
GKL: 외국인 관광객 증가 수혜.....	76
강원랜드: 안정적인 실적 성장.....	80
호텔신라: 회장님은 호텔에 진심!.....	84
GS피앤엘: Five Stars!.....	90

밀물처럼 몰려오는 외국인

K-콘텐츠발 외국인 관광객 증가, 외국인 카지노 수혜

K-콘텐츠에 전세계 열광
세계 주류 시장 진입

전 세계가 K-pop, K-드라마, K-영화, K-뷰티 등 이른바 'K-콘텐츠'에 열광하고 있다. 2012년 싸이의 '강남스타일'이 세계적 인지도의 초석을 다진 이후, BTS와 블랙핑크의 글로벌 성공, 2020년 영화 기생충의 아카데미 작품상 수상, 2021년 미나리의 여우조연상 수상, 2021년 오징어게임 시즌1, 2025년 케이팝 데몬 헌터스의 글로벌 흥행 등은 K-콘텐츠의 위상을 한 단계 끌어올리며 세계 주류 시장으로 진입했음을 상징적으로 보여준다.

외국인 입국자 증가 요인
1) 주요국 경제성장
2) K-콘텐츠 흥행
3) 정부정책 효과

국내 외국인 입국자 수는 2024년 1,637만명에서 2029년 2,300만명으로 연평균 7.1% 성장할 것으로 전망한다. 주요국 경제 성장에 따른 해외관광 수요증가와 K-콘텐츠의 글로벌 흥행에 따른 추가적인 수요확대가 예상되기 때문이다. 정부가 의료관광, 웰니스관광, MICE 관광을 집중 육성하겠다는 계획을 발표하면서 2033년까지 방한 외국인 관광객 4,000만명 달성이라는 목표를 제시하고 있는 점도 긍정적이다.

VIP 영업 성과를 내며
실적 레버리지 확대가
예상되는 종목에 대해
비중확대 전략 제시

당사는 외국인 입국자 수 증가에 따라 국내 외국인 카지노의 수혜를 예상한다. 외국인 입국자 수 증가에 따라 외국인 카지노 이용객 수는 2024년 294만명에서 2029년 395만명으로 연평균 6.1% 성장할 것으로 전망한다. 카지노 이용객의 구조적 성장과 함께 공격적인 VIP 영업전략을 구사하는 카지노는 레버리지 효과를 톡톡히 누리며 뚜렷한 실적 개선이 예상된다. VIP 중심 영업의 성과를 내며 실적 레버리지 효과를 입증하고 있는 종목 비중을 확대하는 투자전략을 제시한다.

주목해야할 기업으로 롯데관광개발과 파라다이스를 제시한다. 두 기업 모두 복합리조트를 중심으로 VIP 모객 확대 전략을 전개하면서 실적 레버리지를 기대할 수 있기 때문이다.

롯데관광개발:
1,600객실을 활용한
공격적인 중국 VIP
영업으로 고성장 전망

롯데관광개발은 중국 VIP 중심으로 뚜렷한 실적 성장세가 이어질 것으로 예상한다. 그렇게 판단하는 근거는 1) 1,600객실의 호텔을 활용한 공격적인 VIP 영업전략이 2025년부터 본격적인 성과로 연결되고 있고, 2) 카지노 고객 영업용 객실 비중이 확대될 여력이 있는 만큼 추가적인 실적 레버리지 효과를 기대해볼 수 있기 때문이다.

일당 테이블 큰 폭 상승
영업레버리지 효과 본격화

동사의 일당 테이블 매출이 최근 2개 분기 연속 큰 폭으로 상승해 약 1,000만원까지 높아진 점도 상당히 고무적이다(1Q25 약 600만원). 이는 고객군의 평균 드롭액과 베팅 단가가 높아졌음을 의미하며 GGR 성장과 영업 레버리지에 따른 큰 폭의 이익개선세가 지속될 것으로 예상된다. 2026년 하반기부터 중도상환 수수료 면제 기간이 도래해 차입금 리파이낸싱에 따른 금융비용 절감효과가 기대되는 점도 긍정적이다. 롯데관광개발에 대해 투자의견 매수, 목표주가 32,000원으로 신규 커버리지를 개시하며, 업종 최선호주로 제시한다.

파라다이스:
클러스터 효과를 통한
Mass 증가와 호텔 인수를
통한 VIP 성장의 콜라보

파라다이스는 영종도 파라다이스시티를 중심으로 성장세가 이어질 것으로 전망한다. 1) 인스 파이어 카지노 사업개시에 따른 클러스터 효과(Cluster Effect)로 Mass 고객 확대, 2) 최근 그랜드하얏트 인천 웨스트타워를 인수를 통해 호텔객실을 활용한 VIP 영업 강화로 2026년 실적 레버리지가 본격화 될 것으로 예상되기 때문이다. 파라다이스에 대해 투자의견 매수, 목표주가 24,000원으로 신규 커버리지를 개시하며 관심종목으로 추천한다.

서울에서 전국으로 온기(溫氣) 확대

부산과 제주 호텔 시장도 성장 Cycle 진입

2023년 7월
[Seoul Hotels, Come buy!](#)
 2025년 7월
[Big Shortage!](#)

지난 2023년 7월 당사에서는 보고서 '[Seoul Hotels, Come Buy!](#)'에서 코로나19 이후 침체되었던 호텔산업이 공급 감소로 인해 회복할 것이라는 전망 보고서를 작성하였고, 2025년 7월 '[Big Shortage!](#)'에서는 공급부족과 폭발적인 방한 외국인 수요로 향후 4년 이상 지속될 서울 호텔 시장의 슈퍼사이클을 예견하였다.

2019년 vs. 2025년
 호텔 시장 변화 점검
 1) 호텔숙박 수요
 2) 객실단가(ADR)
 3) 체류일수(LOS)
 4) 관광형태(목적)

이번 보고서에서는 과거 중국인 중심으로 성장하였던 국내 관광산업이, 2019년 이후 비(非)중국인 중심으로 성장하면서 나타나는 변화에 주목하였다. 코로나 이후 미국, 유럽 등 서구권과 동남아권 관광객이 폭발적으로 늘어나면서 방한 외국인의 관광목적도 쇼핑 중심에서, 다양한 관광과 체험을 즐기는 식도락 중심으로 변화하였다. 또한, 중장거리 관광객을 중심으로 한국에 체류하는 기간도 길어지면서 서울 위주의 관광시장 호황에서 점차 전국으로 그 온기가 퍼져나가고 있다. 특히, 내국인 위주의 관광지인 부산, 제주 등에서도 폭발적인 외국인 관광객 증가가 목격되고 있어 이에 주목하고 있다.

부산 호텔시장 변화:
 내국인 중심에서
 외국인 Add-Up

부산은 전통적인 내국인 중심시장으로, 관광객의 80%, 투숙객의 80%가 내국인이다. 한국 제 2의 도시이자, 동남권 최대의 관광도시로 내국인 관광시장이 꾸준히 성장하는 가운데, 최근 외국인 관광객의 급격한 팽창, 벅스코 확장 및 글로벌 MICE 행사 개최 확대로 부산 호텔시장의 펀더멘탈은 강화될 것으로 예상된다. 부산은 상대적으로 숙박시설 공급이 증가하고 있는 상황이다. 그러나, 외국인이 주로 찾는 글로벌 브랜드가 부족하고 3~4성급 호텔 공급은 제한적이어서, 해당 호텔들의 견조한 성장세가 기대되고 있다.

제주 호텔시장 변화:
 외국인(제주시) Up
 내국인(서귀포시) Down

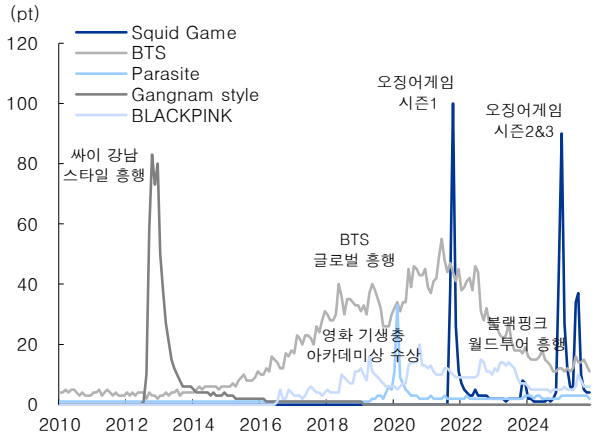
제주도는 내국인과 중국인을 중심으로 형성된 시장으로 입도객의 85%가 내국인, 외국인의 70%가 중국인으로 구성되어 있다. 코로나 이후 제주도 관광시장은 내국인은 감소하고, 외국인은 증가하는 상이한 모습을 보이고 있다. 이로 인해 외국인 중심의 제주시는 호황인 반면, 내국인 중심의 서귀포시는 부진한 상황이다. 최근 보이는 변화는 외국인 관광객의 증가세가 내국인 관광객의 감소세를 넘어서는 모습이다. 향후 방한 외국인 관광객 확대가 지속된다면 제주도 관광 및 호텔시장도 훈풍으로 전환될 수 있을 것으로 판단한다. 특히, 제주시를 중심으로 온기가 퍼져나갈 것으로 추정한다.

호텔신라: 인천공항 면세
 사업 정리, 국내외
 파이프라인 확장
 GS피앤엘: 웨스틴 서울
 파르나스 재오픈, 4분기
 역대 최대실적

주목해야 할 기업으로 호텔신라와 GS피앤엘을 추천한다. 두 기업 모두 서귀포시 중문에 호텔을 운영하고 있으며, 현재는 내국인의 감소로 중문 호텔 영업실적은 부진한 상황이다. 다만, 제주 관광시장 회복세가 본격화 될 경우 두 기업의 실적 레벨은 올라갈 것으로 전망한다. 호텔신라는 최근 인천공항 면세사업을 일부 정리하며 호텔 사업부의 이익 기여도가 더 확대되고 있으며, 국내외 적극적인 파이프라인 확대를 진행중인 만큼, 가파른 실적 개선세를 전망한다. GS피앤엘은 최근(9월 15일) 리모델링 후 재오픈한 웨스틴 서울 파르나스의 실적은 '25년 4분기부터 온전히 반영되며, 4분기에는 역대 최대 수준의 실적 달성이 예상된다. 이러한 흐름은 2026년에도 이어질 가능성이 높다.

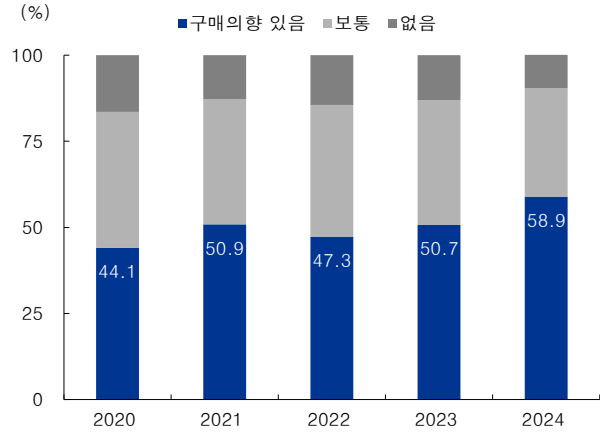
[Key Chart] – Casino

그림 1. K-pop/드라마/영화 흥행으로 K-콘텐츠는 주류 시장 진입



자료: Google, IBK투자증권

그림 2. 28개국 국민 58.9%, K-콘텐츠가 한국제품 구매에 영향



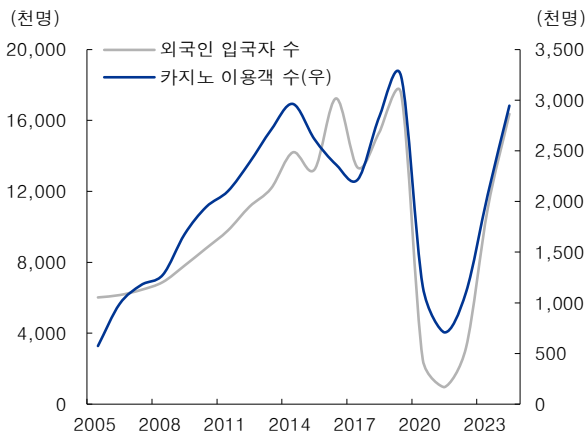
자료: 2025 해외한류실태조사, IBK투자증권

표 1. 국내 외국인 입국자 수는 2025년 1,815만명에서 2029년 2,300만명규모로 성장 전망

구분	단위	2019	...	2023	2024	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
8개국 합산 출국자 수	천명	393,562		291,644	360,335	425,874	451,602	474,662	497,837	520,629
8개국 국내 입국자 수	천명	12,901		7,562	11,911	13,030	13,847	14,506	15,168	15,784
% 비중	%	3.3%		2.6%	3.3%	3.1%	3.1%	3.1%	3.0%	3.0%
총 외국인 입국자 수	천명	17,503		11,032	16,370	18,147	19,286	20,204	21,126	21,983
% 8개국 비중	%	73.7%		68.6%	72.8%	71.8%	71.8%	71.8%	71.8%	71.8%
% YoY	%	14.0%		245.0%	48.4%	10.9%	6.3%	4.8%	4.6%	4.1%
K-콘텐츠 효과 반영 가정										
Bear (+0.0%)	천명					18,147	19,286	20,204	21,126	21,983
Base (+1.0%)	천명					18,311	19,643	20,774	21,930	23,039
Bull (+2.0%)	천명					18,475	20,003	21,356	22,757	24,136

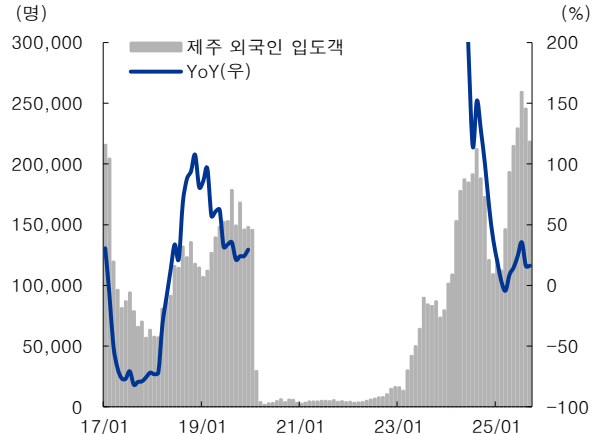
자료: IMF, CEIC, 한국관광공사, IBK투자증권 추정

그림 3. 외국인 입국자 수 확대는 카지노 이용객 수 증가로 귀결



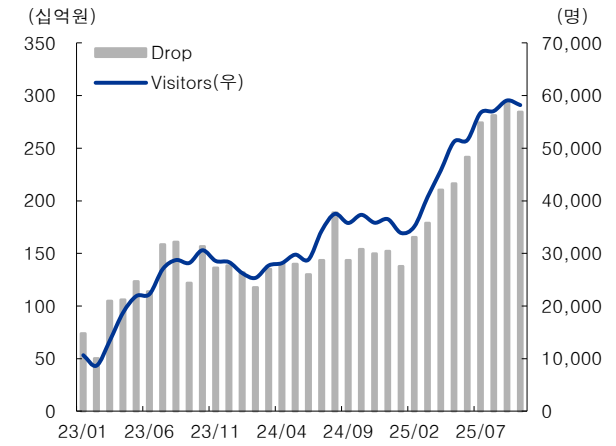
자료: 문화체육관광부, IBK투자증권

그림 4. 제주도 외국인 입도객도 꾸준히 증가 추세



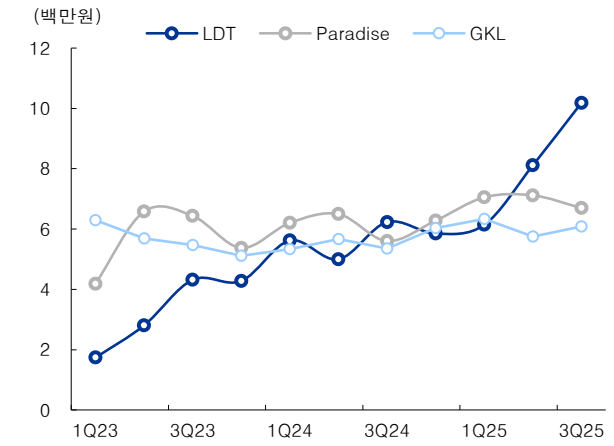
자료: 제주관광공사, IBK투자증권

그림 5. 롯데관광개발, 마카오식 카지노 모델 벤치마크, 1,600객실의 호텔을 활용한 공격적인 VIP 영업으로 Drop액 고성장



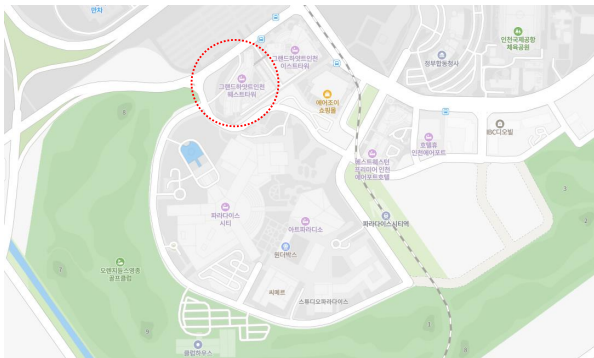
자료: 롯데관광개발, IBK투자증권

그림 6. 일당 테이블 매출 최근 큰 폭 상승, 고객군의 평균 드롭액과 베틱팅 단가 상승 영향, 실적 레버리지 효과 강화 전망



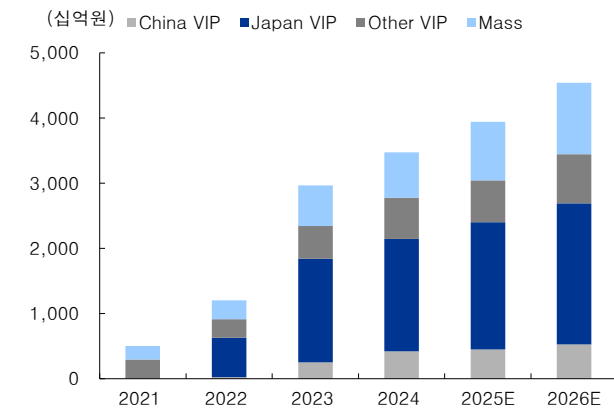
자료: 롯데관광개발, 파라다이스, GKL, IBK투자증권 추정

그림 7. 파라다이스, 1) 인스파이어와 클러스터 효과, 2) 그랜드하얏트 인천 인수로 Comp 확대에 따른 VIP 영업확대 효과 기대



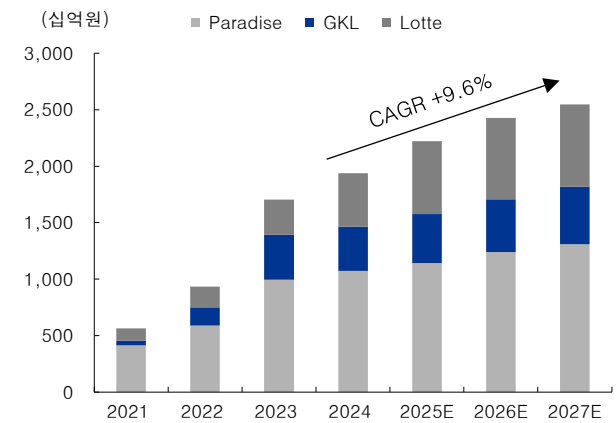
자료: 네이버지도, IBK투자증권

그림 8. 파라다이스시티 드롭액은 2026년 4조원 중반 돌파 전망



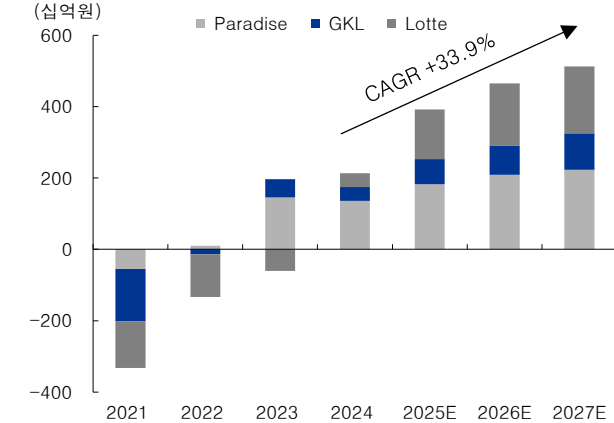
자료: 파라다이스, IBK투자증권 추정

그림 9. 외국인 카지노 3개사 매출액은 연평균 약 10% 성장



자료: 각 사, IBK투자증권 추정

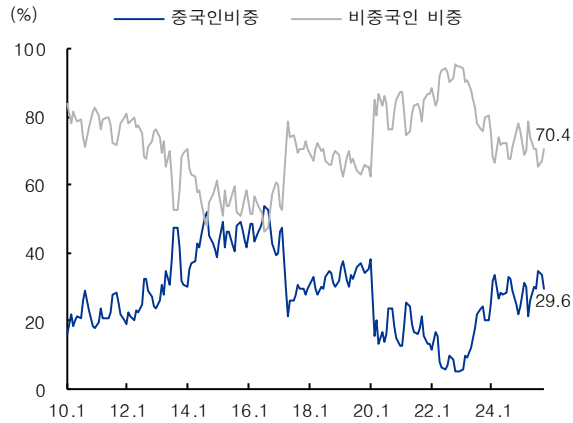
그림 10. 영업이익, 영업레버리지 효과로 연평균 34% 고성장 전망



자료: 각 사, IBK투자증권 추정

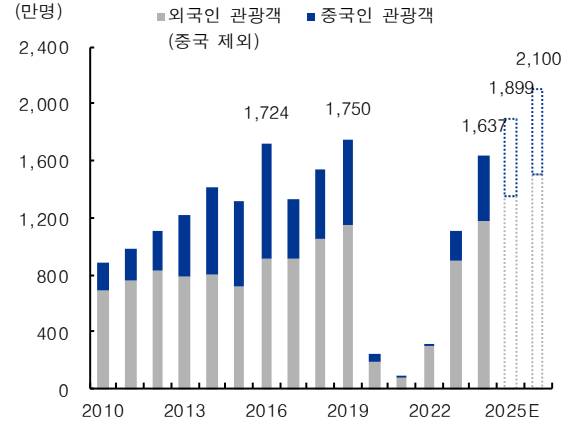
[Key Chart] – Hotel

그림 11. 방한 외국인관광객 중 월별 중국인 비중 추이



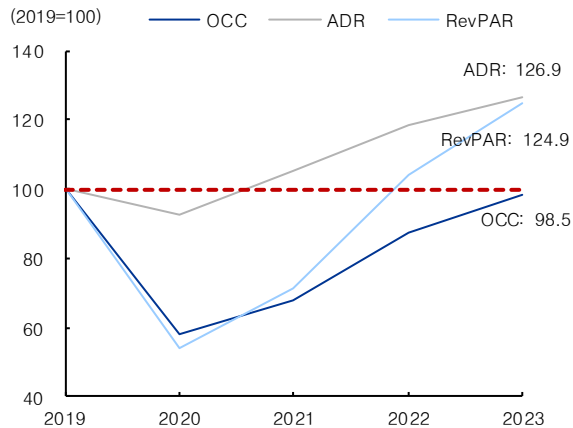
자료: 한국관광데이터랩, IBK투자증권

그림 12. 외국인 관광객 추이 및 전망



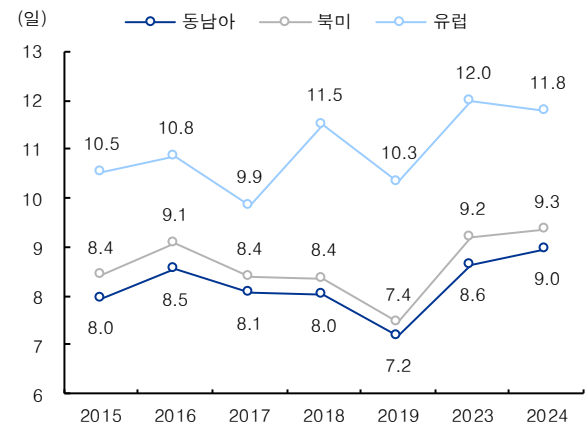
자료: 한국관광데이터랩, IBK투자증권

그림 13. 2019년 대비 국내 호텔업 지표 변화(전국)



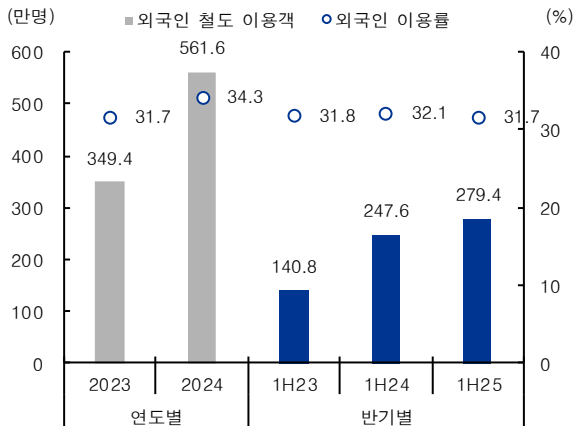
자료: 한국호텔업협회, IBK투자증권

그림 14. 주요 국가별(중장거리) 체류일수 추이(코로나 기간 제외)



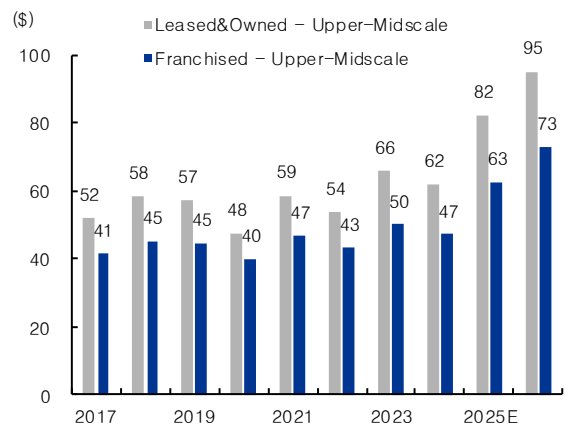
자료: 문화체육관광부, IBK투자증권

그림 15. 방한 외국인 철도 이용객 수



자료: 코레일, IBK투자증권

그림 16. 중국 3~4성급 호텔 ADR 추이 및 전망



자료: Bloomberg, IBK투자증권

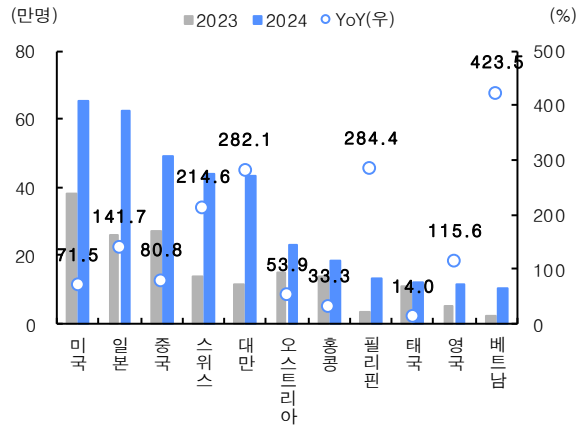
표 2. 2029년까지 시나리오별 외국인 관광객 성장 가정

시나리오 구분	비중국인 관광객	중국인 관광객	전체 외국인관광객	2025~2029 연평균 성장률
2026~2029년 비중국인 관광객 CAGR +5% 성장 가정				
Case 1. 중국인 2019년 수준	16,516,539명	6,023,021명	22,539,560명	+4.4%
Case 2. 중국인 CAGR +5%		6,561,951명	23,078,490명	+5.0%
Case 3. 중국인 비중 45%		13,513,532명	30,030,071명	+12.1%
2026~2029년 비중국인 관광객 CAGR +10% 성장 가정				
Case 1. 중국인 2019년 수준	19,894,480명	6,023,021명	25,917,501명	+8.1%
Case 2. 중국인 CAGR +10%		7,903,992명	27,798,473명	+10.0%
Case 3. 중국인 비중 45%		16,277,302명	36,171,782명	+17.5%

자료: IBK투자증권

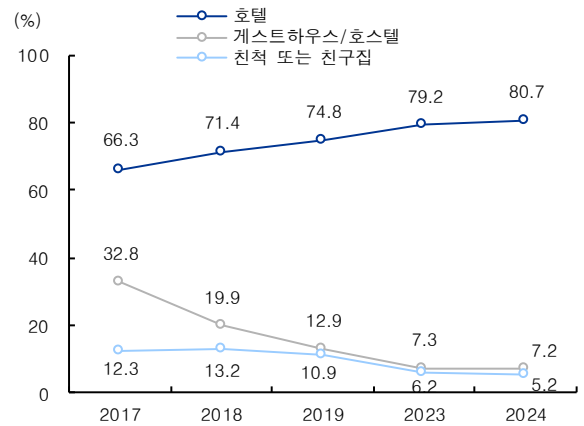
주: 2025년 관광객 추정치는 9월 누적 YoY 성장률 기준

그림 17. 부산 방문 외국인 관광객 추이



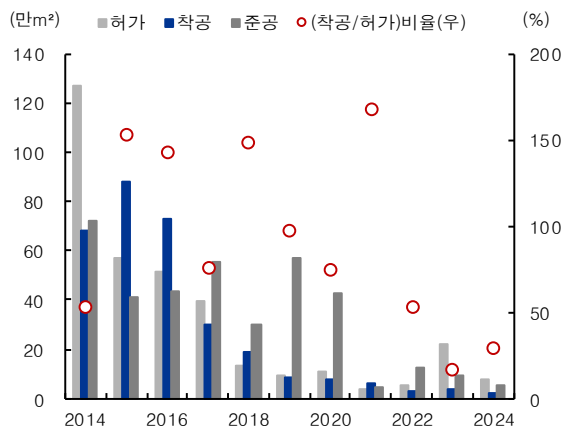
자료: 부산관광공사, IBK투자증권

그림 18. 부산 외국인관광객 이용 숙박시설



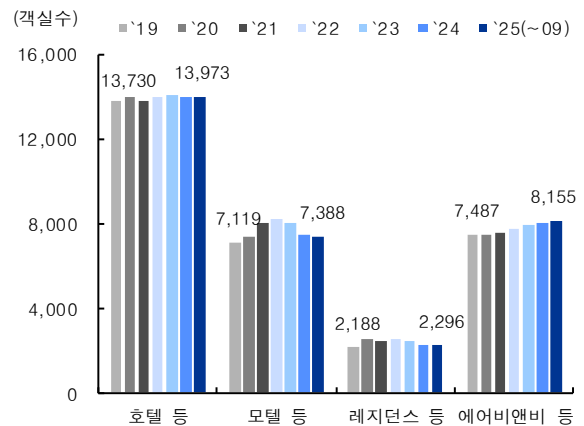
자료: 문화체육관광부, IBK투자증권

그림 19. 제주도 연도별 숙박시설 건축추이(연면적 기준)



자료: 세움터, IBK투자증권

그림 20. 제주도 서귀포시 숙박객실 수 추이



자료: 제주관광협회, IBK투자증권

표 3. 분석대상 종목 투자의견 및 목표주가

구분	롯데관광개발 (★)	파라다이스	GKL	강원랜드	호텔신라	GS피앤엘
투자의견	매수(신규)	매수(신규)	매수(신규)	매수(신규)	매수(유지)	매수(신규)
목표주가	32,000원(신규)	24,000원(신규)	20,000원(신규)	23,000원(신규)	64,000원(유지)	56,000원(신규)
Method	EV/EBITDA	P/B	P/B	P/B	P/E	P/E
현재주가 (25.11.11)	18,820원	14,600원	14,030원	17,160원	44,750원	38,400원
Upside (%)	70.0%	64.4%	42.6%	34.0%	43.0%	45.8%

자료: IBK투자증권

카지노

1. K-콘텐츠가 만들어낸 황금 물결
2. 외국인 카지노 수혜 전망
3. 늘어나는 Mass, 끌어오는 VIP
4. VIP 영업을 공격적으로 강화하는 카지노에 주목

1. K-콘텐츠가 만들어낸 황금 물결

K-콘텐츠, 세계를 움직이는 문화콘텐츠로

K-콘텐츠에 전세계 열광

전 세계가 K-pop, K-드라마, K-영화, K-뷰티 등 이른바 'K-콘텐츠'에 열광하고 있다. 2012년 싸이의 '강남스타일'이 세계적 인지도의 초석을 다진 이후, 팬데믹 전후로 BTS와 블랙핑크의 글로벌 성공, 영화 기생충의 아카데미 작품상 수상, 미나리의 여우조연상 수상 등은 K-콘텐츠의 위상을 한 단계 끌어올렸다.

오징어 게임의 성공은 K-콘텐츠의 세계 주류시장 진입을 상징적으로 시사

특히 넷플릭스 오리지널 오징어 게임의 폭발적인 인기는 한국 콘텐츠가 세계 주류 시장으로 진입했음을 상징적으로 보여주는 사례로 판단한다. 오징어 게임은 공개 후 3개월 만에 누적 시청시간 22억 시간을 기록하며 비영어권 드라마 1위를 장기간 유지했고, 에미상 6개 부문을 수상하는 쾌거를 이뤘다. 이러한 열풍은 이후 ▶ 지옥, ▶ 마이네임, ▶ 스위트홈, ▶ 이상한 변호사 우영우 등 후속 K-드라마의 글로벌 인기로 이어지는 발판이 되었다.

K-콘텐츠 성공요인

K-콘텐츠의 성공 요인은 세 가지로 정리할 수 있다.

1) 보편적이지만 다루기 어려운 주제를 섬세하게 묘사

첫째, 보편적이지만 작품 소재로 다루기 쉽지 않은 불평등·부조리·계층 갈등을 섬세하게 묘사했다는 점이다. 기생충, 오징어 게임, 지옥 등은 빈부격차와 사회구조적 불안을 현실감 있게 그려내며 공감대를 형성했다. BTS 역시 '청춘의 고뇌와 성장'이라는 보편적 주제를 자신들의 경험과 진정성 있는 메시지로 풀어내며 전 세계 팬덤을 형성했다.

2) 한국적 정서와 공동체 의식을 투영

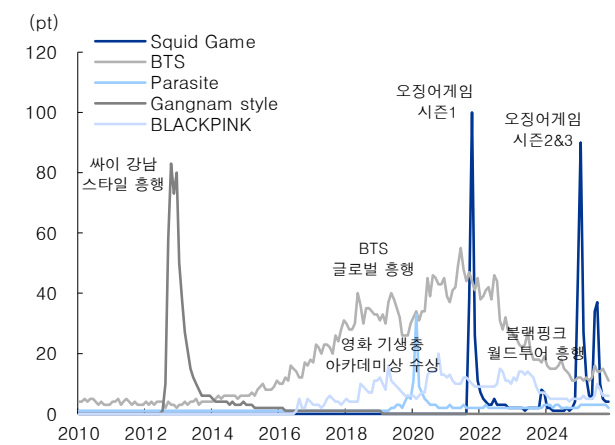
둘째, 서구식 개인주의 대신 한국적 정서와 공동체 의식을 녹여낸 점이다. 조선시대를 배경으로 한 좀비물 킹덤은 전통적 세계관과 현대적 장르 해석이 결합된 대표 사례로, '한국적 서사'의 가능성을 보여주었다.

3) 코로나19로 글로벌 OTT 중심 콘텐츠 소비 급속 확산

셋째, 코로나19 팬데믹을 계기로 글로벌 OTT 중심의 콘텐츠 소비가 급속히 확산되며, K-콘텐츠가 국경의 제약 없이 글로벌 시장으로 퍼져나갈 수 있었다.

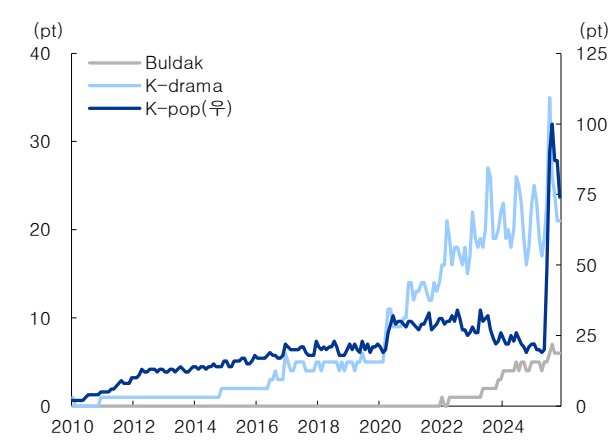
결국, 콘텐츠의 질적 경쟁력, 음악·플랫폼 산업의 동반 성장, 글로벌 대외환경 변화가 맞물리며 K-콘텐츠 신드롬은 구조적 성장 동력으로 자리 잡았다고 판단된다.

그림 21. 주요 K-콘텐츠 구글트렌드 추이



자료: Google, IBK투자증권

그림 22. 한국 관련 주요 키워드 구글트렌드 추이



자료: Google, IBK투자증권

오징어 게임의 대흥행은
글로벌 OTT의 K-콘텐츠
투자확대를 견인

K-콘텐츠의 글로벌 흥행, 특히 오징어 게임은 넷플릭스의 투자 확대를 촉발한 대표적 계기였다. 약 250억 원의 제작비로 만들어진 오징어 게임은 넷플릭스에 약 1조 원에 달하는 경제적 가치를 안겨주며, 글로벌 OTT의 K-콘텐츠 투자 확대를 견인했다.

넷플릭스 연간 8,000억원
규모 제작 투자 집행

넷플릭스는 2023년 이후 매년 약 8,000억 원 규모의 자금을 한국 콘텐츠 제작에 투입하고 있으며, 이는 전체 콘텐츠 투자액의 약 3~4% 수준에 해당한다. 2019년 킹덤을 시작으로 인간수업, 스위트홈, D.P., 오징어 게임, 지옥, 마이네임 등 히트작을 연이어 선보였고, 2024년에는 19편의 오리지널 작품을 제작하며 투자 규모를 지속적으로 확대하고 있다.

디즈니+도 점진적인
투자확대

디즈니+ 또한 2022년 한국 진출 이후 카지노 시즌 1·2, 최악의 악, 비질란테, 폭군, 조명 가게 등 매년 6~9편의 한국 오리지널 콘텐츠를 제작·투자해왔다. 이러한 작품들은 오징어 게임과 같은 글로벌 흥행작뿐 아니라, 아시아 시장 전반에서 높은 시청성과 수익성을 확보하며 OTT 입장에서 '투자 대비 효율이 높은' 포트폴리오로 자리매김하고 있다.

K-콘텐츠는 상대적으로
낮은 제작비로 흥행성과
가성비 매력 모두 보유

K-콘텐츠의 경쟁력은 흥행성에 더해 낮은 제작비에 있다. 미국의 상위 제작비 콘텐츠와 비교할 때 K-콘텐츠 평균 제작비는 약 1/10 수준에 불과하며, 시장 규모 차이를 감안해도 북미 평균 제작비 대비 약 1/3 수준인 제작비는 OTT들에게 여전히 매력적인 부분이다.

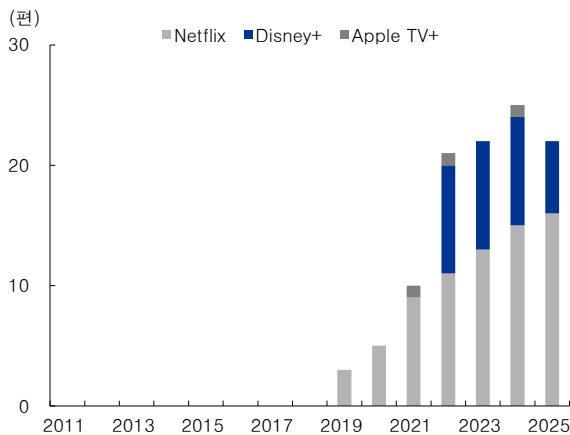
글로벌 OTT K-오리지널
제작편수 지속 증가

실제 글로벌 OTT의 한국 오리지널 제작 편수는 2019년 3편, 2020년 5편, 2021년 10편에서 2025년 현재 연간 22~25편 수준으로 확대되었다. 글로벌 OTT 업계가 성숙기에 접어들며 수익성 중심으로 전략을 전환하고 있으나, K-콘텐츠 투자규모가 축소될 가능성은 제한적으로 판단한다. 콘텐츠 대비 효율성과 글로벌 파급력 모두 여전히 강력하기 때문이다.

K-pop도 글로벌 시장내
꾸준한 성장 지속

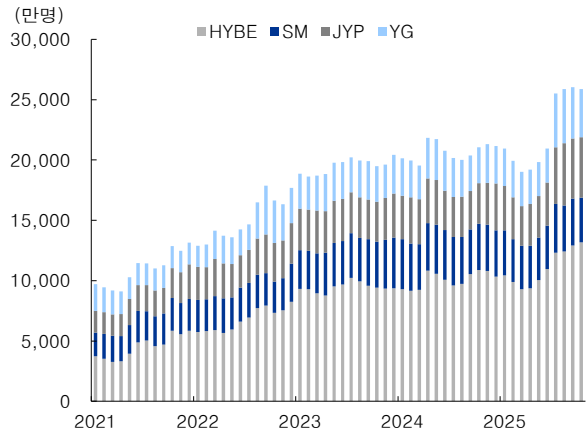
한편, K-pop 역시 글로벌 시장 내 성장세를 지속하고 있다. 전 세계 음악 시장의 약 35%를 점유하는 스포티파이 내 국내 4대 엔터사(하이브·SM·JYP·YG) 소속 아티스트들의 월간 청취자 수는 꾸준한 상승세를 보이며 사상 최고치를 경신 중이다. 최근 케데헌 등 글로벌 IP의 흥행으로 K-pop의 시장 영향력은 한 단계 더 확대되었다. K-pop이 더 이상 '니치 마켓'이 아니라 글로벌 대중문화의 주류로 자리 잡고 있음을 입증하고 있는 것이다.

그림 23. 글로벌 OTT의 한국 오리지널 작품 수 추이



자료: Netflix, Disney+, Apple TV+, IBK투자증권

그림 24. 스포티파이 월 청취자 수 추이



자료: Spotify, IBK투자증권

케이팝 데몬 헌터스, 글로벌 흥행

케데헌의 글로벌 흥행,
여전히 현재 진행형

2025년 6월 20일 공개된 케이팝 데몬 헌터스(이하 ‘케데헌’)의 흥행 열기가 식지 않고 있다. 2025년 9월 기준 누적 조회수 3.25억 뷰를 기록하며 넷플릭스 전 작품 통합 1위, 최초 3억 뷰 돌파, 글로벌 주간 순위 9주 연속 1위 등 전례 없는 신기록을 이어가고 있다. 공개 4개월이 지난 시점까지도 인기가 유지되고 있다는 점은, 일반적인 스트리밍 콘텐츠의 단기 소비 패턴을 뛰어넘는 장기 흥행 구조를 보여준다.

가장 큰 흥행동력은
음악과 서사의 결합

이번 작품의 가장 큰 흥행 동력은 ‘음악과 서사의 결합’이다. 케데헌은 OST를 주인공의 감정선과 내러티브를 표현하는 핵심 장치로 활용하여, 음악이 단순 배경이 아닌 스토리텔링의 일부로 작용하였다. 삽입곡인 *Golden*(빌보드 핫100 8주 연속 1위, 영국 오피셜 차트 20주 연속 1위)을 비롯해 *How It's Done*, *Your Idol*, *Soda Pop* 등은 글로벌 음악 차트를 석권하며 K-콘텐츠가 음악 시장에서도 흥행력을 입증하는 계기가 되었다.

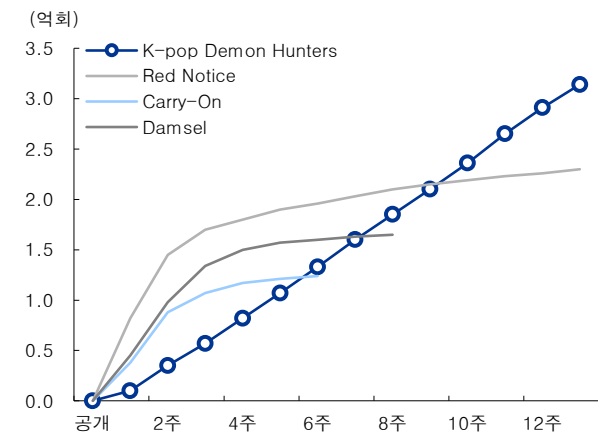
또 다른 흥행 배경은
전 세계적으로 고조된
K-컬처 수요 영향

또 다른 흥행 배경으로는 전 세계적으로 고조된 ‘K-컬처 수요’가 있다고 판단한다. 이미 K-pop, K-드라마, K-영화는 미국과 유럽 등 서구 시장에서 주류 콘텐츠로 자리 잡았으며, 이러한 문화적 흐름이 본 작품의 흥행에 반영된 것으로 생각한다.

특히, 케데헌은 한국의 전통문화와 K-pop의 비주얼 퍼포먼스 요소를 독창적으로 융합하며 글로벌 시청자들의 몰입도를 극대화했다. 서울 성곽, 남산타워, 공중목욕탕 등 한국적 공간이 빈번히 등장하고, 헌터릭스의 ‘칼’과 ‘부채’는 무당의 상징을, 사자보이즈의 의상은 저승사자를 모티브로 한다. 또한 팬사인회, 야광봉, 플래카드 등 K-pop 팬덤 문화를 세밀하게 반영하며, 두 그룹이 선보이는 칼군무와 합주는 K-pop의 정수를 보여준다.

이처럼 문화적 상징성을 극대화한 연출에 더해, 케데헌은 각기 다른 문화권의 시청자들이 쉽게 공감할 수 있는 성장 서사를 통해, K-pop이나 한국 문화에 익숙하지 않은 글로벌 시청자층까지 포섭하는 데 성공했다. 결국 케데헌은 한국적 정서를 바탕으로 한 글로벌 콘텐츠가 ‘문화적 경계’를 넘어 대중적 서사로 확장될 수 있음을 입증한 것이다.

그림 25. 케이팝 데몬 헌터스 넷플릭스 조회 수 추이



자료: Netflix, IBK투자증권

그림 26. 케이팝 데몬 헌터스 OST 주요 차트 성과

차트종류	앨범 / 곡	순위	최고	차트인
Billboard 200	Kpop Demon Hunters	2위	1위	19주
Billboard Hot 100	Golden	2위	1위	19주
	Your Idol	13위	4위	19주
	Soda Pop	18위	3위	18주
	How It's Done	23위	8위	18주
	What It Sounds Like	30위	15위	18주
	Takedown	36위	21위	18주
	Free	40위	23위	18주
	TAKEDOWN (TWICE)	80위	50위	17주
	Strategy	72위	51위	15주
Official Single Chart	Golden	1위	1위	20주
	How It's Done	11위	9위	7주
	What It Sounds Like	13위	13위	3주

자료: Billboard, Official Single Chart, IBK투자증권

팬덤 주요의 2차 창작과
바이럴이 전개된 점도
흥행에 영향

- 1) OST & 안무 커버영상
- 2) 한국 & K-pop 문화
설명 영상 확산

마지막으로 팬덤 주도의 2차 창작과 바이럴이 빠르게 전개되었다는 점도 흥행에 영향을 미쳤다. 콘텐츠 소비자들에게 단순한 시청 경험을 넘어, 2차 창작물 제작에 적극적으로 참여시켜 ‘콘텐츠 생태계’를 확장시키는 구조를 만들어냈다.

- 1) 중독성 강한 OST의 글로벌 흥행은 유명 아티스트들의 OST 커버 영상, 안무 챌린지, 리믹스 버전 등 다양한 영상 생산으로 이어졌고, 2) 한국 전통문화 및 K-pop 팬덤 문화 등 작품 내에서 직접적으로 언급되지 않은 내용에 대한 설명 영상 등 팬덤 주도형 콘텐츠 생산을 촉발했다. 이는 서사의 빈틈을 메우는 동시에 시청자의 이해도와 몰입도를 높였다.

케데헌은 한국 문화, K-pop, 아이돌 서사를 중심축으로 두고, 팬덤이 스스로 의미를 해석하고 재생산할 수 있는 ‘참여형 구조’로 이어졌다. 그 결과 99분짜리 단일 작품에 그치지 않고, 지속 가능한 콘텐츠 생태계로 진화하는 모습이 나타나고 있다.

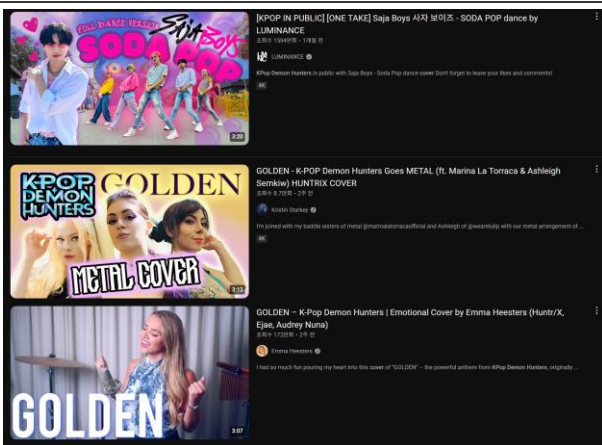
이는 IP 사업으로 확장되기 시작했다. 넷플릭스는 자체 굿즈몰을 통해 호랑이 캐릭터 인형, 티셔츠, 모자 등 케데헌 공식 MD를 출시했고, 높은 판매 반응을 얻고 있다. 또한 농심은 신라면, 새우깡 등 주요 제품의 국내외 패키지에 케데헌 캐릭터를 적용한 한정판 제품을 선보이며 IP 라이선싱 협업을 확대했다.

그림 27. 국립중앙 박물관 뭉츠몰 관람객 급증



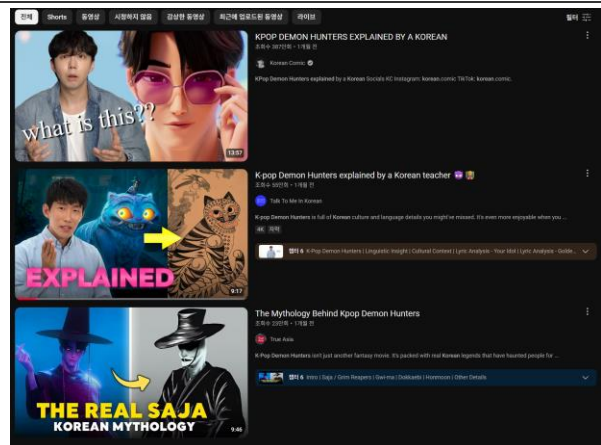
자료: 언론보도, IBK투자증권

그림 28. 케이팝 데몬 헌터스 OST커버, 댄스챌린지 영상



자료: YouTube, IBK투자증권

그림 29. 케이팝 데몬 헌터스 한국 문화 해설 영상



자료: YouTube, IBK투자증권

K-콘텐츠 흥행은
외국인들의 한국 제품,
서비스, 관광 선택에
유의미한 영향

제품은 식품, 서비스는
관광, 음식 구매의향 높음

이 같은 K-콘텐츠 흥행은 외국인들이 한국 제품과 서비스, 관광 등을 선택하는데 상당히 유의미한 영향력을 미치고 있다. '2025 해외한류실태조사'에 따르면 한국 문화콘텐츠가 한국 제품과 서비스 구매와 이용에 얼마나 영향을 미친다고 생각하는지에 대한 설문예, 28개국 평균 63.8%가 영향을 미친다고 답변했고, 인도네시아, 필리핀, 인도, 베트남, AUE, 사우디, 태국 등의 국가들은 7~80%에 달하는 높은 수준의 응답률이 나왔다.

또한, 한국산 제품 및 서비스별 구매의향을 묻는 질문에는, 28개국 평균 58.9%가 구매의향이 있다고 답변하며 최근 5년간 가장 높은 수준을 보였고, 제품군에선 식품(66.2%)이, 서비스군에선 관광(64.1%), 음식(64.0%)의 구매의향이 높은 것을 확인할 수 있다.

Q. 한국 문화콘텐츠 소비가 한국 브랜드 제품과 서비스(관광포함) 구매 및 이용에 얼마나 영향을 미친다고 생각하십니까?

1. 전혀 영향을 미치지 않는다 / 2. 영향을 미치지 않는다 / 3. 보통이다 / 4. 영향을 미친다 / 5. 매우 크게 영향을 미친다

표 4. 한국 문화 콘텐츠 소비가 한국 제품과 서비스 구매 및 이용에 영향을 미치는 정도 설문 결과

구분	28개국 평균	인니	필리핀	인도	베트남	UAE	사우디	태국	이집트	중국	대만
영향 미침	63.8	82.7	81.6	79.5	76.3	75.3	74.8	74.0	73.8	43.4	43.0
보통	28.7	15.3	17.0	17.2	21.6	21.0	20.0	22.2	21.2	21.2	25.1
영향 없음	7.5	2.1	1.4	3.4	2.1	3.7	5.2	3.8	5.0	5.4	1.9

주: 영향 미침(4+5), 보통(3), 영향 없음(1+2)

자료: 2025 해외한류실태조사, IBK투자증권

Q. 한국산 제품 및 서비스별 구매 의향은 어느정도인지 항목별로 응답해 주십시오.

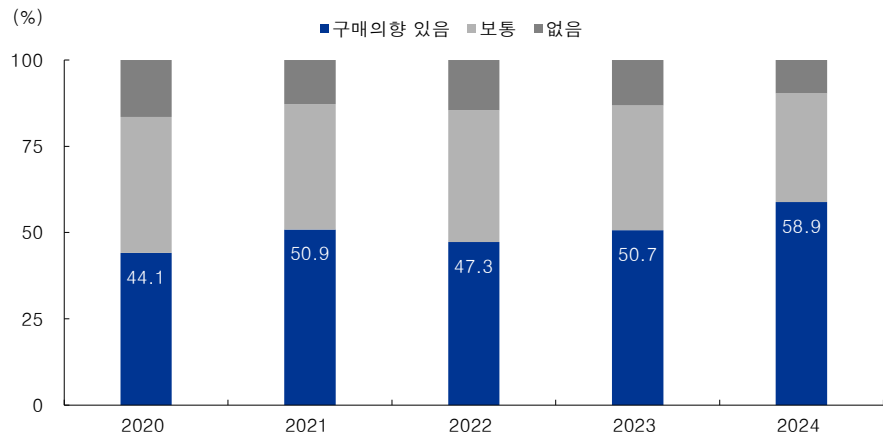
표 5. 한국산 제품/서비스 세부항목별 구매의향

구분	제품							서비스			
	식품	화장품	가전	핸드폰	의류	액세서리	노트북 태블릿	관광	음식	전통문화 체험	태권도
의향 있음	66.2	57.1	55.3	54.2	53.9	52.9	51.5	64.1	64.0	54.1	41.4
보통	23.1	25.5	29.7	28.4	29.0	30.1	31.3	22.7	23.8	28.6	29.4
의향 없음	10.7	17.5	15.0	17.4	17.7	17.0	17.3	13.1	12.1	17.3	29.1

주: 구매의향 있음(4+5), 보통(3), 구매의향 없음(1+2)

자료: 2025 해외한류실태조사, IBK투자증권

그림 30. 한국산 제품/서비스 구매의향 연도별 추이



자료: 2025 해외한류실태조사, IBK투자증권

케데헌의 흥행은 외국인 입국자 수 확대를 더욱 가속화

케데헌 흥행은 해외 팬의
한국 방문 동기를 자극

케데헌의 흥행은 해외 팬들의 한국 방문 동기를 자극하고 있는 것으로 보인다. 2025년 3분기 외국인 입국자 수는 525.6만 명으로 전년동기 대비 +18.5%, 2019년 3분기(팬데믹 이전) 대비 +17.0% 증가하며, 3분기부터 회복을 넘어 성장세가 확대되고 있기 때문이다.

국내 인바운드 관광 플랫폼 ‘크리에이트립’에 따르면, 케데헌 공개 후 한 달간 외국인 관광객의 ‘한복 체험’ 거래액은 30%, ‘대중목욕탕 체험’ 콘텐츠는 84% 증가했다. 또한 K-pop 콘서트 서틀 예약 거래액은 전월 대비 +133%, K-pop 댄스 클래스 예약 건수는 미국 관광객 +400%, 대만 관광객은 +565% 증가했다. 최근엔 퍼스널 컬러 진단, 스타일링 촬영 등 ‘K-pop 아이돌 체험형 프로그램’이 한국 여행의 필수 코스로 바이럴 되고 있다.

서울시도 케데헌 관련
관광 연계 홍보 강화

서울시 역시 이러한 흐름에 발맞춰 관광 연계 홍보를 강화하고 있다. ‘내 손안의 서울’ 공식 웹사이트에는 케데헌에 등장한 주요 서울 명소(낙산공원, 한양도성길, 서울타워 등 8곳)를 소개하는 코너를 신설했고, 서울 한옥 거리는 글로벌 유튜버 촬영 명소로 부상하고 있다.

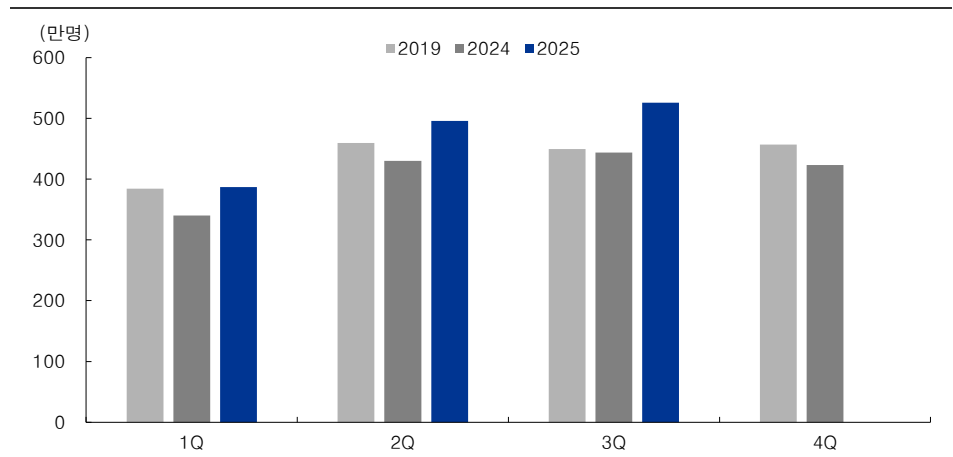
문화시설 방문 수요도 증가했다. 국립중앙박물관의 7~8월 외국인 관람객 수는 전년동기 대비 +19% 늘었으며, 박물관 내 뮤지엄 굿즈(MD) 판매량 역시 폭발적으로 증가했다. 특히 작품 내 상징적으로 등장한 ‘호랑이’와 ‘까치’ 캐릭터 인기에 힘입어, 뮤지엄 MD인 ‘까치호랑이 배지’는 7월 한 달간 3.8만개가 판매되었다. 이는 5월(80개)과 6월(160개) 대비 수백배 급증한 것으로, 케데헌 효과가 문화소비 영역으로까지 확산되고 있음을 보여준다.

표 6. 분기별 외국인 입국자 수 증감 비교

구분	2019	2024	2025	Vs 2019	Vs 2024
1Q	3,842,246	3,402,873	3,870,247	0.7%	13.7%
2Q	4,596,968	4,298,534	4,955,720	7.8%	15.3%
3Q	4,494,030	4,436,020	5,256,344	17.0%	18.5%
4Q	4,569,512	4,232,202			

자료: 관광통계시스템, IBK투자증권

그림 31. 분기별 외국인 입국자 수 추이



자료: 관광통계시스템, IBK투자증권

외국인 입국자 수 연평균 7.1% 성장해 2029년 2,300만명 전망

외국인 입국자 증가 요인

- 1) 주요국 경제성장
- 2) K-콘텐츠 흥행
- 3) 정부정책 효과

국내 외국인 입국자 수는 2024년 1,637만명에서 2029년 2,300만명으로 연평균 7.1% 성장할 것으로 전망한다. 주요국의 경제 성장에 따른 해외관광 수요증가에 더해, K-콘텐츠의 글로벌 흥행이 증가추세를 더욱 확대시킬 것으로 예상되기 때문이다. 최근 정부도 의료관광, 웰니스관광, MICE 관광을 집중 육성해 2030년까지 방한 관광객 3,000만명, 2033년까지 4,000만명 달성이라는 전략 목표를 발표한 점도 긍정적으로 평가한다.

해외여행은 소득수준이 높아지면 증가한다. 이 때문에 해당 국가의 1인당 GDP와 해당 국가 국민의 해외여행 수요와는 아주 밀접한 상관관계가 확인된다. 2024년 기준 우리나라로 입국한 외국인 입국자 수는 총 1,637만명이고 중국(28.1%), 일본(19.7%), 대만(9.0%), 미국(8.1%), 싱가포르(2.3%), 인도네시아(2.1%), 태국(2.0%), 캐나다(1.6%) 순서로 비중이 높다. 주요 8개국 합산 입국자 수는 1,191만명으로 전체 외국인 입국자 수의 72.8% 수준이다.

소득성장 기준 주요 8개국
해외여행 수요 연평균
7.6% 성장 전망

국제통화기금(IMF, International Monetary Fund)에 따르면, 이 8개 국가들의 인당 GDP는 2024년부터 2029년까지 연평균 4.7%로 성장할 것으로 전망하고 있고, 소득 수준 성장 전망과 회귀분석을 통해 추정한 8개 국가의 합산 출국자 수(해외여행 수요)는 2024년 3.6억명에서 2029년 5.2억명으로 연평균 7.6% 성장이 전망된다.

전체 출국자 수에서 주요 8개 국의 2024년 외국인 입국자 규모를 대입하면 평균 3% 수준이며, 이를 2029년까지 추정치에 적용해 향후 5개년 외국인 입국자 수를 추정했다.

K-콘텐츠 흥행 효과로
연도별 성장률 1%p 상향

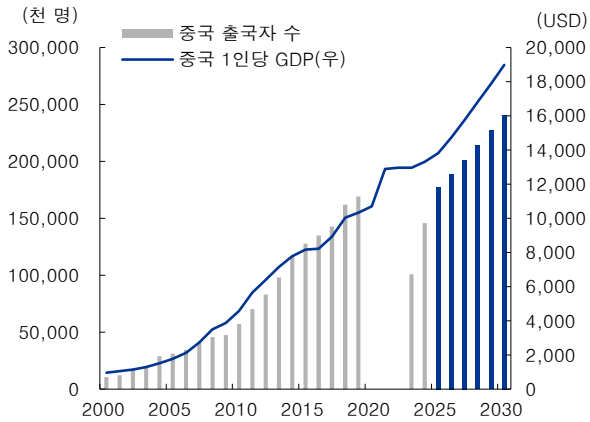
앞서 2025년 해외한류실태조사에서 살펴본 것처럼, K-콘텐츠의 글로벌 흥행과 소비가 이루어지고 있고 주요 28개국 국민들이 한국 서비스 중에서 ‘관광’을 가장 높은 소비의향이 있는 분야로 답변한 만큼, 기존 성장률을 1.0%p 상향 조정해 추정치에 반영했다.

표 7. 외국인 입국자 수 전망

구분	단위	2019	...	2023	2024	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
8개국 합산 출국자 수	천명	393,562		291,644	360,335	425,874	451,602	474,662	497,837	520,629
8개국 국내 입국자 수	천명	12,901		7,562	11,911	13,030	13,847	14,506	15,168	15,784
% 비중	%	3.3%		2.6%	3.3%	3.1%	3.1%	3.1%	3.0%	3.0%
총 외국인 입국자 수	천명	17,503		11,032	16,370	18,147	19,286	20,204	21,126	21,983
% 8개국 비중	%	73.7%		68.6%	72.8%	71.8%	71.8%	71.8%	71.8%	71.8%
% YoY	%	14.0%		245.0%	48.4%	10.9%	6.3%	4.8%	4.6%	4.1%
K-콘텐츠 효과 반영 가정										
Bear (+0.0%)	%					10.9%	6.3%	4.8%	4.6%	4.1%
Base (+1.0%)	%					11.9%	7.3%	5.8%	5.6%	5.1%
Bull (+2.0%)	%					12.9%	8.3%	6.8%	6.6%	6.1%
Bear (+0.0%)	천명					18,147	19,286	20,204	21,126	21,983
Base (+1.0%)	천명					18,311	19,643	20,774	21,930	23,039
Bull (+2.0%)	천명					18,475	20,003	21,356	22,757	24,136

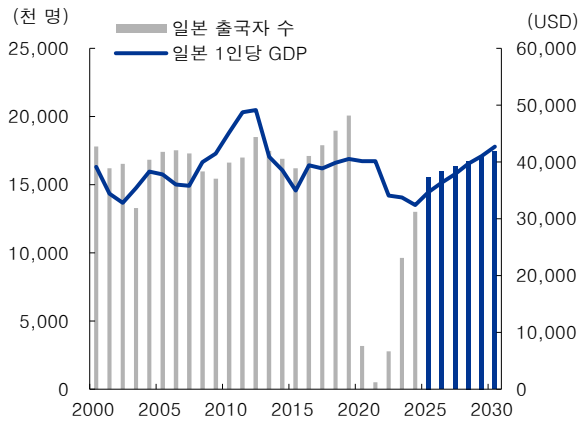
자료: IMF, CEIC, 한국관광공사, IBK투자증권 추정

그림 32. 중국 1인당 GDP vs 출국 자 수 추이 및 전망



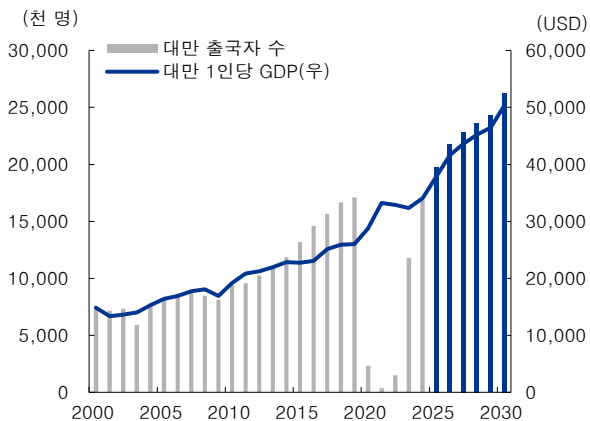
자료: IMF, CEIC, IBK투자증권

그림 33. 일본 1인당 GDP vs 출국 자 수 추이 및 전망



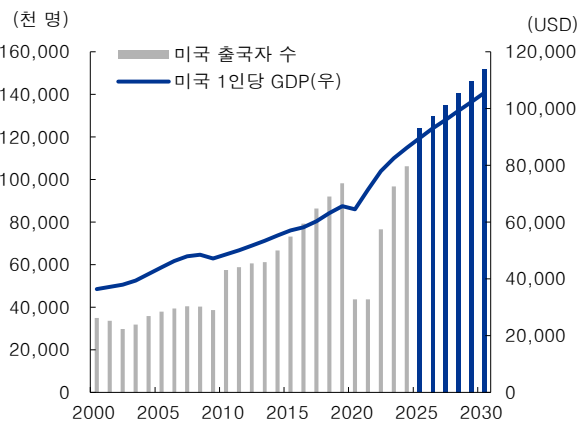
자료: IMF, CEIC, IBK투자증권

그림 34. 대만 1인당 GDP vs 출국 자 수 추이 및 전망



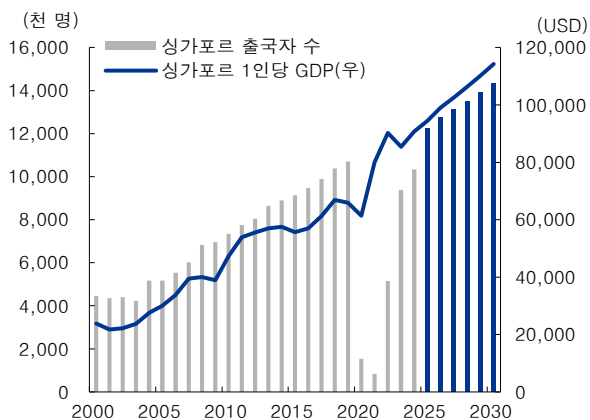
자료: IMF, CEIC, IBK투자증권

그림 35. 미국 1인당 GDP vs 출국 자 수 추이 및 전망



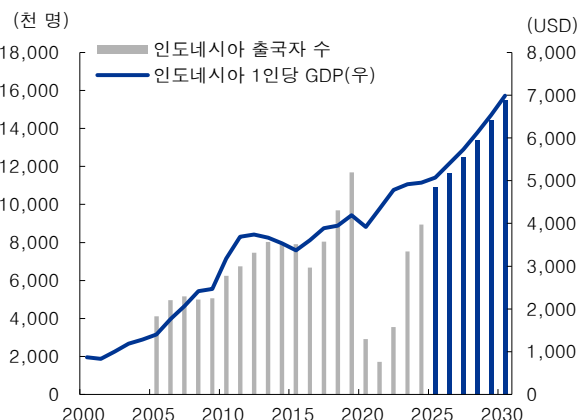
자료: IMF, CEIC, IBK투자증권

그림 36. 싱가포르 1인당 GDP vs 출국 자 수 추이 및 전망



자료: IMF, CEIC, IBK투자증권

그림 37. 인도네시아 1인당 GDP vs 출국 자 수 추이 및 전망



자료: IMF, CEIC, IBK투자증권

2. 외국인 카지노 수혜 전망

외국인카지노 이용객 2029년 395만명으로 연평균 6.1% 증가 전망

외국인 입국자 수 증가는
카지노 업종 직수혜

당사는 외국인 입국자 수 증가 추세가 이어질 경우 국내 외국인 전용 카지노가 수혜를 받을 것으로 예상한다. 2006년부터 2019년까지 외국인 입국자 수와 외국인 카지노 이용객은 거의 유사한 추세를 보이는데, 같은 기간 상관계수는 0.916으로 매우 높은 상관관계가 확인되기 때문이다. 외국인 입국자 수 증가에 따른 외국인 카지노 이용객 수는 2024년 294만명에서 2029년 395만명으로 연평균 6.1% 성장할 것으로 전망된다.

카지노 3사 이용객이 전체
이용객의 80%~85% 수준

과거 20년간의 외국인 입국자 중 외국인 카지노 이용객 수 비중은 평균 18%이며, 파라다이스, GKL, 롯데관광개발 3개사 카지노 고객이 전체 외국인 카지노 이용객의 80%~85% 비중을 차지하고 있다.

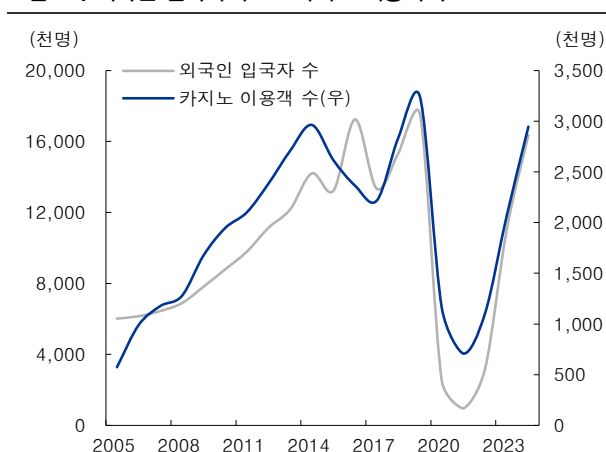
외국인 카지노의 주 고객은 고액을 베팅하는 VIP 고객과 일반 고객인 Mass로 구분할 수 있다. VIP 고객의 경우 개별 마케팅을 통해 유입되는 성격이 강한만큼 Mass 대비 외국인 입국자 수와 상관계수가 낮긴하지만, 전체적으로 보면 Mass와 VIP 모두 외국인 입국자 수와 동행하는 성격을 띄고있다.

표 8. 카지노 이용고객 수 추정

구분	단위	2019	...	2023	2024	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
총 외국인 입국자 수	천명	17,503		11,032	16,370	18,147	19,286	20,204	21,126	21,983
총 카지노 이용객	천명	3,234		2,067	2,944	3,264	3,469	3,634	3,800	3,954
% 비중	%	18.5%		18.7%	18.0%	18.0%	18.0%	18.0%	18.0%	18.0%
카지노 3사 이용객	천명	2,938		1,904	2,385	2,644	2,810	2,943	3,078	3,202
% 3개사 비중	%	86.5%		92.1%	81.0%	81.0%	81.0%	81.0%	81.0%	81.0%
% VIP	%	19.7%		87.2%	25.3%	10.9%	6.3%	4.8%	4.6%	4.1%

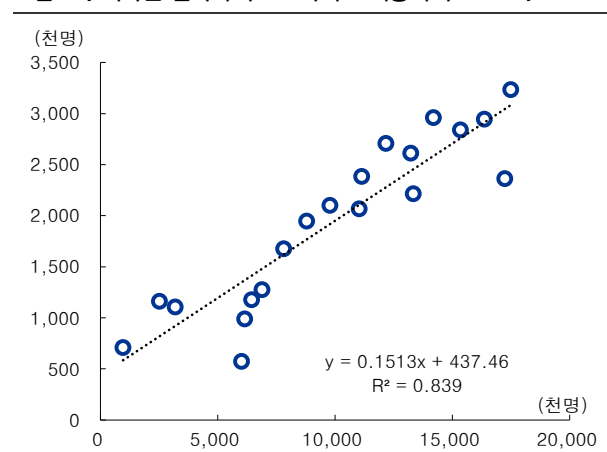
자료: 문화체육관광부, 파라다이스, GKL, 롯데관광개발, IBK투자증권 추정

그림 38. 외국인 입국자 수 vs 카지노 이용객 수



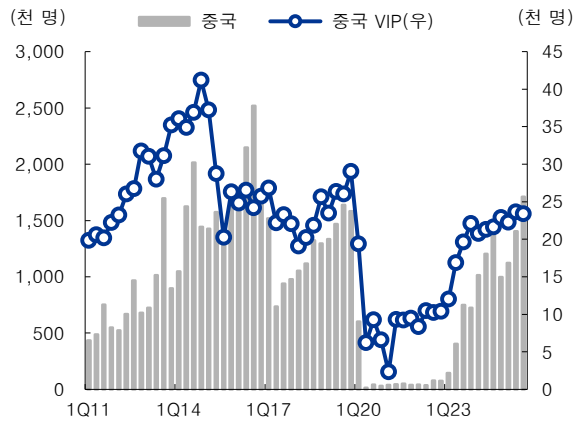
자료: 문화체육관광부, IBK투자증권

그림 39. 외국인 입국자 수 vs 카지노 이용객 수 $R^2 = 0.839$



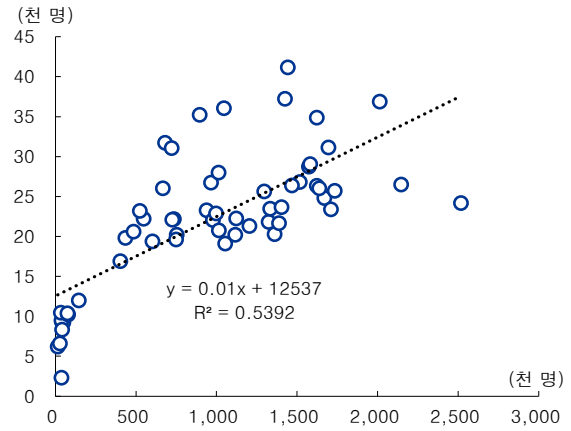
자료: 문화체육관광부, IBK투자증권

그림 40. 중국인 입국자 수 vs 중국인 VIP 고객 수 추이



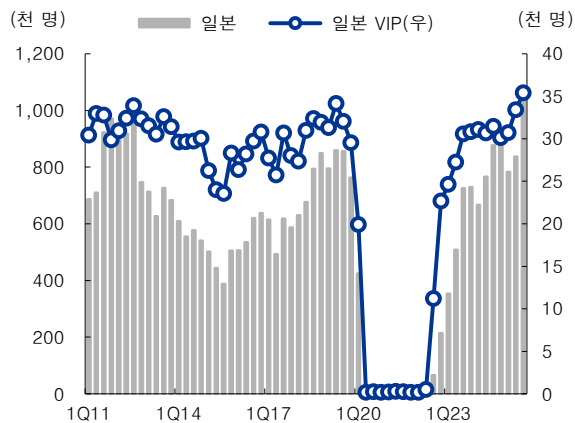
자료: 관광지식정보시스템, 파라다이스, GKL, IBK투자증권

그림 41. 중국인 입국자 수 vs 중국인 VIP 고객 수 $R^2 = 0.5392$



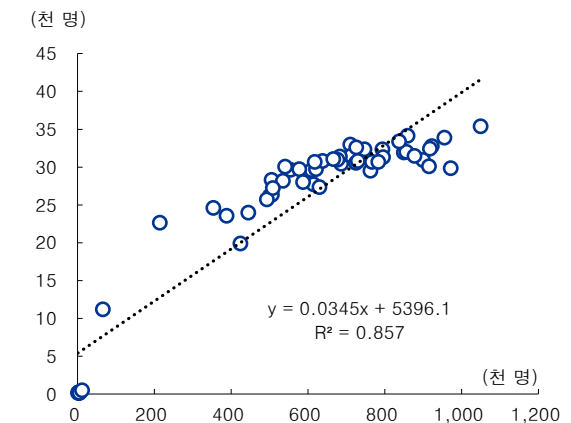
자료: 관광지식정보시스템, 파라다이스, GKL, IBK투자증권

그림 42. 일본인 입국자 수 vs 중국인 VIP 고객 수 추이



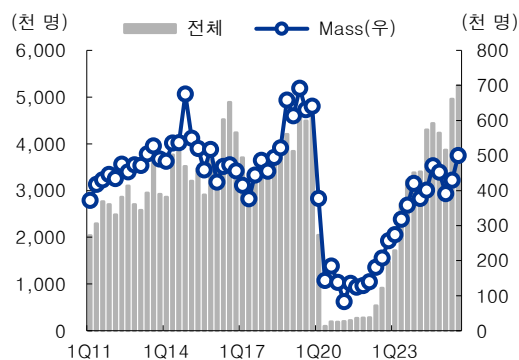
자료: 관광지식정보시스템, 파라다이스, GKL, IBK투자증권

그림 43. 일본인 입국자 수 vs 일본인 VIP 고객 수 $R^2 = 0.857$



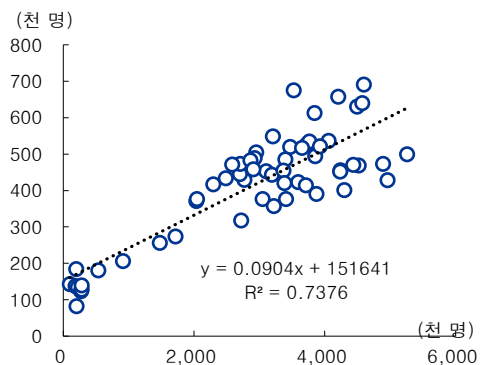
자료: 관광지식정보시스템, 파라다이스, GKL, IBK투자증권

그림 44. 전체 외국인 입국자 수 vs Mass 고객 수 추이



자료: 관광지식정보시스템, 파라다이스, GKL, IBK투자증권

그림 45. 전체 외국인 입국자 수 vs Mass 고객 수 $R^2 = 0.7405$



자료: 관광지식정보시스템, 파라다이스, GKL, IBK투자증권

3. 늘어나는 Mass, 끌어오는 VIP

VIP: 롯데관광개발 - 마카오 벤치마커, 중국 VIP 중심의 뚜렷한 성장

롯데관광개발, 마카오식 모델을 통한 중국 VIP 중심의 성장 전망

롯데관광개발은 중국 VIP 중심으로 뚜렷한 실적 성장세가 이어질 것으로 예상된다. 그렇게 판단하는 근거는 1) 1,600객실의 호텔을 활용한 공격적인 VIP 영업전략이 2025년부터 본격적인 성과로 연결되고 있고, 2) 카지노 객실 이용 비중 확대 여력이 있는만큼 추가적인 실적 레버리지 효과가 기대되기 때문이다.

제주도 외국인 입도객은 2024년 191만명으로 팬데믹 이전인 2019년 173만명 수준을 이미 상회하며 완전히 회복했다. 이는 국제선 항공 노선의 조기 복원과 크루즈 기항 증가, 그리고 중화권 관광객 증가 영향이다.

제주 내 경쟁사 대비 입지·규모·시설 모두 우위

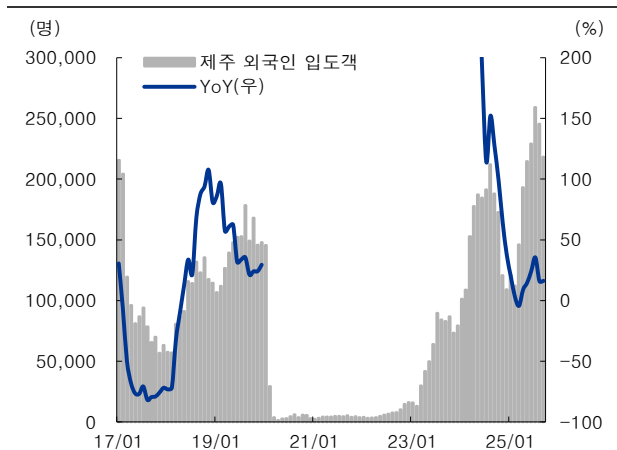
제주도 내 주요 경쟁업체로 제주신화월드와 파라다이스 제주가 있으나, 신화월드는 서귀포에 위치해 지리적으로 접근성이 떨어지며, 파라다이스는 게임테이블과 호텔객실 수가 상대적으로 적다. 반면 롯데관광개발의 드림타워는 제주시 도심 중심부 입지, 공항 접근성, 대규모 호텔·리테일 복합시설 등 입지·규모·시설 경쟁력 모두에서 우위를 확보하고 있다

표 9. 롯데관광개발의 제주드림타워 카지노 및 경쟁사 비교

구분	제주 드림타워	제주신화월드	파라다이스				GKL		
소재지	제주	제주	서울	인천	부산	제주	서울	서울	부산
위치	노형동 (도심)	서귀포시 (외곽)	도심 (외곽)	영종도 (교외)	도심 (중앙)	노형동 (도심)	도심 (중앙)	도심 (중앙)	도심 (중앙)
호텔명	Grand Hyatt Jeju	Mamot, Somerset Landing	Walkerhill	Paradise City	Paradise Hotel Busan	Maison Glad	Inter-Continental	Dragon City	Lotte
소유권	직접소유	직접소유	임차	JV	직접소유	임차	임차	임차	임차
객실수	1,600	2,000	426	769	532	513	656	700	729
F&B업장 수	14	38	11	8	3	3	5	5	6
게임테이블	167	166	109	178	34	32	78	55	41

자료: 각 사, 언론보도, IBK투자증권

그림 46. 제주도 외국인 입도객 추이



자료: 제주관광공사, IBK투자증권

그림 47. 제주드림타워 카지노 및 그랜드 하얏트 제주



자료: 롯데관광개발, IBK투자증권

제주드림타워 카지노가
제주 총 GGR 80% 비중을
차지하며 시장 성장 견인

제주도 카지노 GGR(Gross Gaming Revenue)은 2018년 5,112억원에서 팬데믹 구간 급감했다가 2024년 4,605억원으로 90% 수준까지 빠르게 회복했다. 제주드림타워 카지노 GGR은 2021년 310억원에 불과했지만 2023년 1,900억원, 2024년 3,200억원으로 전체 GGR의 80% 비중을 넘어서며 성장을 견인하고 있다. 2025년 9월 누적 기준으로 이미 3,730억원을 상회하고 있어, 올해 총 GGR은 4,000억원을 무난히 돌파할 전망이다.

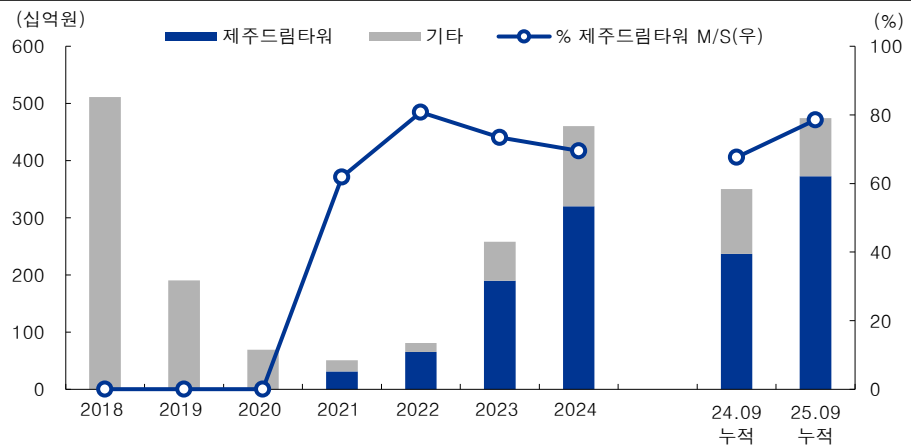
1) 지리적 이점
2) 5성급 호텔 객실 Comp
를 통한 VIP 영업에 강점

2021년 개장한 제주드림타워 카지노가 급속도로 성장할 수 있었던 배경은 1) 제주 도심이라는 우수한 지리적 이점과, 2) 1,600실의 5성급 호텔 객실을 Comp로 활용해 공격적인 중국인 VIP 영업을 해왔기 때문이다. 그랜드하얏트 제주의 카지노 사용 객실 수는 2023년초 150객실 내외로 전체의 20% 수준에 불과했으나, 전체 55~60%(약 800객실) 수준까지 확대되었다.

카지노 방문객 6배
드롭액 4배 성장

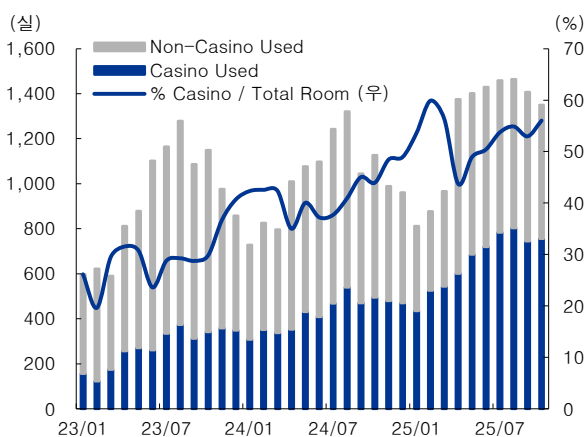
같은 기간 카지노 방문객 수는 1만명 규모에서 5.9명 규모로 약 6배 증가했으며 드롭액은 600억원에서 2,500억원으로 4배 넘게 성장했다. 회사는 호텔 객실의 카지노 사용 비중을 계속 확대하며 호텔·카지노간 시너지를 강화하는 전략을 이어갈 계획으로, 향후에도 방문객 수, 드롭액, GGR 모두 높은 성장세를 지속해나갈 가능성이 높다고 판단한다.

그림 48. 제주도 카지노 GGR 및 제주드림타워 카지노 M/S 추이



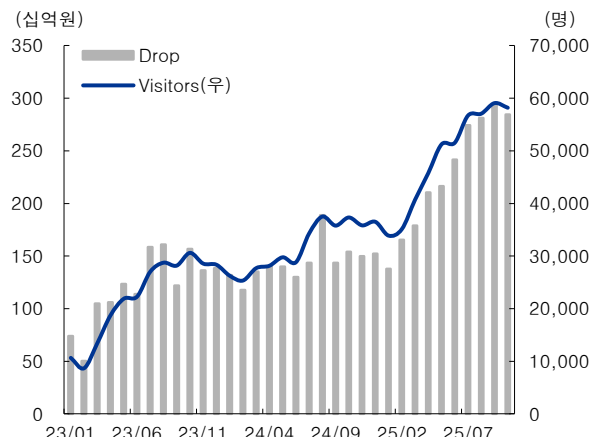
자료: 롯데관광개발, IBK투자증권

그림 49. 제주드림타워 호텔 객실 Comp 사용 추이



자료: 롯데관광개발, IBK투자증권

그림 50. 제주드림타워 카지노 Drop 및 방문객 수 추이



자료: 롯데관광개발, IBK투자증권

마카오 카지노 대비
호텔 객실 수는 유사하나
테이블 수, WPUPD 낮음

2024년 기준 제주드림타워 카지노 지표들을 마카오 카지노들과 비교해보면, 호텔 객실 규모에서는 큰 차이가 없지만, 1) 게임 테이블 수가 상대적으로 적고, 2) 일당 테이블 매출(WPUPD, Win Per Unit Per Day)이 5~600만원으로 낮은 수준이라는 점이 눈에 띈다.

영업지표 성장 전망

당사는 제주드림타워 카지노 영업지표의 추가 성장 가능성이 높다고 판단한다.

호텔 직접 보유로 향후
카지노 확장 가능성 존재

1) 25년 3분기 기준 드림타워 게임 테이블 수는 167개로 개장 초 대비 크게 증가했고, 드림타워를 실소유하고 있는 만큼 향후 관련부처와 협의를 통해 추가 확대될 여지도 있으며,

WPUPD 최근 2개 분기
연속 큰 폭 상승

2) 일당 테이블 매출이 최근 2개분기 연속 큰 폭으로 상승해 약 1,000만원 수준까지 높아진 것으로 추정되기 때문이다. 이는 고객군의 평균 드롭액과 베팅 단가가 높아졌음을 의미하며 이 추세가 지속된다면 GGR의 지속성장을 기대할 수 있겠다.

테이블 수와 일당 테이블 매출 변화에 따른 GGR 민감도를 단순 추정해보면 아래와 같다.

게임 테이블 167개 기준으로 일당 테이블매출 5백만원의 GGR은 약 3,000억원, 7.5백만원은 4,570억원, 1천만원은 6,100억원 수준으로 일당 테이블 매출이 250만원씩 상승 할때마다 1,500억원의 GGR이 증가한다. 또한, 일당 테이블 매출 1천만원 기준으로 게임테이블이 10개씩 증가할 때 마다, GGR은 370억원씩 증가하는 것으로 추정된다.

마카오 현지 영업체계와
노하우 내재화한 만큼
향후 영업지표 상승으로
이어질 가능성

일당 테이블 매출이 1,750만원 수준까지만 확대되어도 현재 테이블 수 기준으로 1조원 규모의 GGR 달성이 가능하다는 이론적 결론에 도달한다. 제주드림타워 카지노는 건설 당시부터 마카오 카지노에 방문하는 중국인 VIP를 타겟으로 설계가 되었으며 실제로 근무하는 임원들 중 마카오 카지노 출신들이 다수 포진해 현지 수준의 영업 체계와 노하우를 내재화하고 있는 만큼 향후 VIP 중심의 영업지표 성장세가 이어질 가능성이 높다고 판단한다.

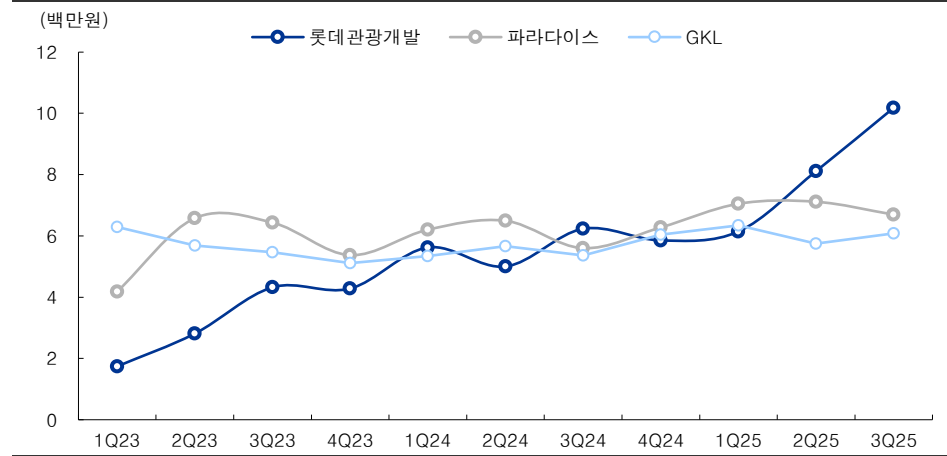
표 10. 2024년 마카오 카지노 vs 제주드림타워 카지노 주요 지표 비교

카지노명	Hotel Room (실)	WPUPD (백만원)	Table (개)	GGR (십억원)	GGR/객실 (십억원)	GGR/Table (십억원)
Parisian	2,333	11.6	267	1,136	0.5	4.3
Londoner	4,426	13.3	513	2,493	0.6	4.9
Venetian	2,841	15.7	632	3,631	1.3	5.7
MGM Macau	585	19.4	351	2,487	4.3	7.1
Studio City	2,495	19.7	246	1,777	0.7	7.2
Wynn Macau	1,010	21.1	257	1,980	2.0	7.7
City of Dream	1,830	22.8	430	3,590	2.0	8.3
Galaxy Macau	5,003	24.6	695	6,269	1.3	9.0
MGM Cotai	1,418	25.3	399	3,694	2.6	9.3
Wynn Cotai	1,706	28.9	298	3,154	1.8	10.6
Plaza	649	33.3	105	1,279	2.0	12.2
Avg	2,209	21.4	381	2,863	1.7	7.5
제주드림타워	1,600	5.7	149	308	0.2	2.1
차이	-27.6%	-73.6%	-60.9%	-89.2%	-88.8%	-72.5%

주: WPUPD(Win per Unit Per Day), 일당 테이블 매출

자료: 롯데관광개발, 각 사, IBK투자증권

그림 51. 외국인 카지노 3사 WPUPD(일당 테이블 매출) 추이



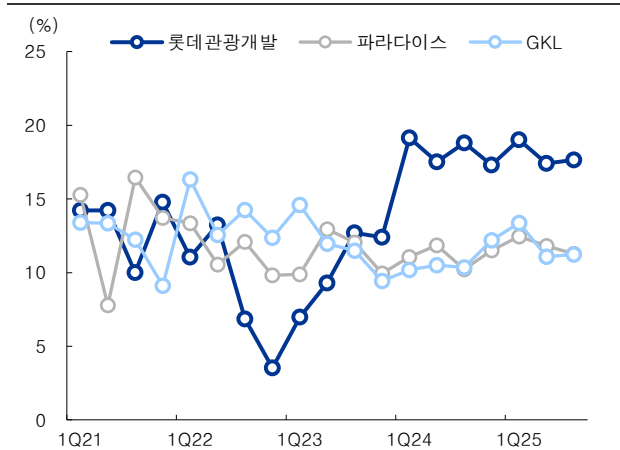
자료: 롯데관광개발, IBK투자증권

표 11. WPUPD vs 테이블 수에 따른 카지노 매출액 민감도 테이블

		테이블 수 (개)						
		167	177	187	197	207	217	227
WPUPD (백만원)	2.5	152	162	171	180	189	198	207
	5.0	305	323	341	360	378	396	414
	7.5	457	485	512	539	567	594	621
	10.0	610	646	683	719	756	792	829
	12.5	762	808	853	899	944	990	1,036
	15.0	914	969	1,024	1,079	1,133	1,188	1,243
	17.5	1,067	1,131	1,194	1,258	1,322	1,386	1,450

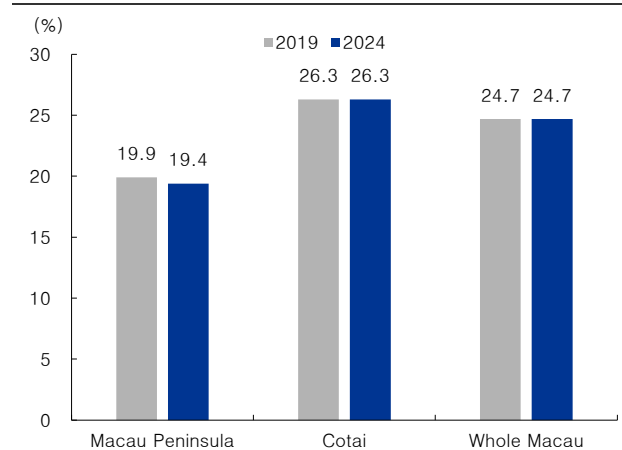
주: WPUPD(Win per Unit Per Day), 일당 테이블 매출
자료: 롯데관광개발, 각 사, IBK투자증권 추정

그림 52. 외국인 카지노 3개사 분기별 Hold Ratio 추이



자료: 롯데관광개발, 파라다이스, GKL, IBK투자증권

그림 53. 마카오 주요 카지노 Hold Ratio



자료: 롯데관광개발, 각 사, IBK투자증권

Mass & VIP: 파라다이스 - 클러스터 효과와 VIP 영업확대의 콜라보

클러스터 효과와 호텔
인수에 따른 VIP 영업증대
효과 기대

파라다이스는 파라다이스시티를 중심으로 성장세를 이어갈 전망이다. 1) 인스파이어 카지노의 사업개시에 따른 클러스터 효과(Cluster Effect)와 2) 최근 인수한 그랜드하얏트 인천 웨스 트타워를 호텔 Comp 확대에 활용해 VIP 고객 영업증대 효과가 기대되기 때문이다.

인스파이어 리조트 카지노는 2024년 1월 허가를 받았으며, 2024년 매출액 173억원, 입장객 28만명의 실적을 시현했다. 입장객당 매출액은 60만원 수준으로 파라다이스 시티의 절반 수준이지만, 개장 초기인만큼 향후 마케팅 강화 등으로 성장 여력은 크다고 판단한다.

인스파이어 리조트의
공격적 마케팅으로
수익성 저하 우려 있으나,
클러스터 효과가 더 클 것

일각에서는 인스파이어 리조트의 공격적 마케팅으로 경쟁심화에 따른 수익성 저하 가능성을 우려하지만, 당사는 오히려 클러스터 효과를 통한 고객 유입 확대가 더 클 것으로 본다. 두 카지노가 동일한 인천공항권 내에 위치해 인천의 체류형 관광 수요가 확대되고 있어, 드롭액 및 GGR 상승 모멘텀으로 작용할 것으로 판단하기 때문이다.

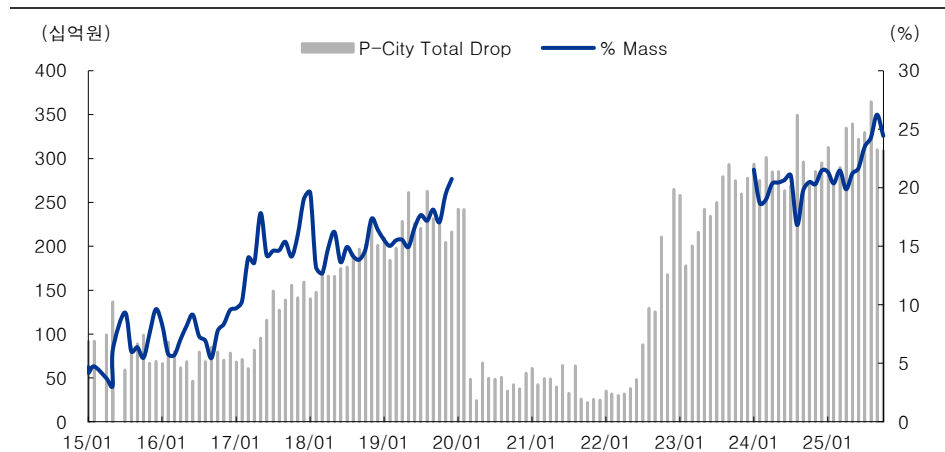
서울 도심에 위치한 파라다이스 워커힐 카지노 드롭액은 2025년 3분기 누적 기준 전년동기 대비 3.6% 감소, GKL의 드래곤시티, 강남 카지노 합산 드롭액은 전년동기 대비 2.6% 감소한 반면, 파라다이스 시티 드롭액은 2024년 전년대비 17.2% 성장, 2025년 3분기 누적 기준으로도 전년동기 대비 9.9% 상승세를 이어가며 클러스터 효과를 입증하고 있다.

표 12. 영종도 주요 카지노 기본 개요

구분	단위	파라다이스시티 카지노	인스파이어리조트 카지노
허가일	-	1967.08.10.	2024.01.23
객실 수	-	769개 (직영, 5성급)	1,275개 (직영, 5성급)
대표자	-	최종환	첸시
종사원수	명	1,219	1,034
매출액	십억원	423	173
입장객	천명	365	281
매출/입장객	백만원	1.2	0.6
허가면적	m ²	8,727	14,372

주: 2024년 연간 기준 / 자료: 문화체육관광부, IBK투자증권

그림 54. 파라다이스 시티 카지노 드롭액 및 Mass 비중 추이



주: 팬데믹 영향으로 왜곡이 존재했던 2020~2023년 비중은 미고려
자료: 파라다이스, IBK투자증권

파라다이스, 2,100억원에
그랜드하얏트 인천(West)
인수

파라다이스시티 운영사인 파라다이스 세가사미는 최근 칼호텔네트워크로부터 그랜드 하얏트 인천 웨스트타워를 2,100억원에 인수했다. 그랜드하얏트 인천 웨스트타워는 501개 객실을 보유하고 있으며 파라다이스시티 도보 3분거리로 접근성이 우수하다.

파라다이스 객실 수 확대
769실 → 1,270실

현재 파라다이스시티는 769개 객실을 보유하고 있는데, 이번 인수로 별도의 호텔을 짓지 않고도 501개 객실을 증축한 것과 같은 효과를 누릴 수 있게되었으며, 총 1,270개 규모의 객실을 보유한 사업자가 되었다. 회사는 두 호텔의 시너지를 극대화하기 위해 별도의 브릿지 설치를 검토 중으로 알려졌다.

호텔 객실을 VIP 영업에
공격적으로 활용해
매출성장 기대

이번 인수로 파라다이스시티 카지노 VIP 매출 확대 효과가 기대된다. 파라다이스는 높은 공항 접근성에도 불구하고 객실이 800개 미만으로 내외국인 숙박 수요를 충족하기에도 벅차다 보니, 카지노 고객에게 Comp로 제공되는 비율이 30% 내외 수준에 불과했었다.

호텔 객실 Comp 비중
30%~52%까지 확대 가능

그러나 그랜드 하얏트 501개 객실을 공격적으로 VIP 영업에 활용할 시 전체 객실 대비 Comp 활용 비중이 크게 올라가며 카지노 부문의 가파른 성장 모멘텀이 나타날 개연성이 높다고 판단한다. 총 501개 객실 중 50%를 콤프로 제공한다면 전체 Comp 비중은 37%로, 90%까지 확대한다면 52%까지 객실 활용 비중이 확대될 수 있다.

표 13. 파라다이스시티+그랜드하얏트 객실 수 및 Comp 사용 추이 비교

구분	단위	2025	2026E	그랜드하얏트 객실 Comp 비중 가정			
				30%	50%	70%	90%
호텔객실 수	실	769	769	1270	1270	1270	1270
파라다이스 시티	실	711	711	711	711	711	711
아트디파라디소	실	58	58	58	58	58	58
그랜드하얏트 인천(West)	실			501	501	501	501
Comp	실	213	213	363	464	564	664
파라다이스 시티	실	213	213	213	213	213	213
아트디파라디소	실	-	-	-	-	-	-
그랜드하얏트 인천(West)	실			150	251	351	451
% Weight	%	28%	28%	29%	37%	44%	52%
파라다이스시티	%	30%	30%	30%	30%	30%	30%
아트디파라디소	%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
그랜드하얏트 인천(West)	%			30%	50%	70%	90%

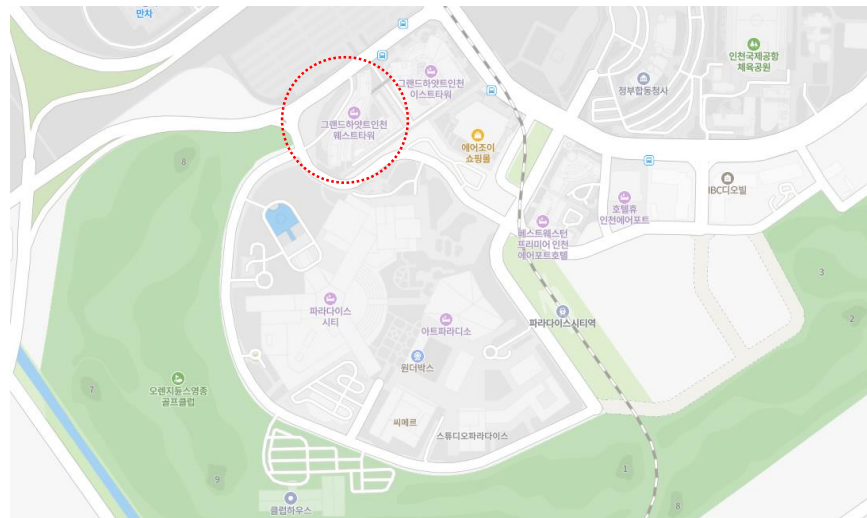
자료: 파라다이스, 전자공시, IBK투자증권

표 14. 파라다이스시티 + 하얏트 주요 스펙

구분	파라다이스 시티	그랜드하얏트 인천 웨스트타워
전경		
소재지	인천	인천
위치	영종도	영종도
객실수	769	501
F&B업장수	8	6
대지면적	155,433m ²	16,328m ²
카지노 유무	0	x
테이블 수	178	x

자료: 각 사, 언론보도, IBK투자증권

그림 55. 파라다이스시티와 그랜드하얏트 인천 웨스트타워 위치



자료: 네이버지도, IBK투자증권

롯데관광개발 Case
호텔 객실 Comp 확대로
방문객, 드롭액 급증

롯데관광개발의 그랜드하얏트 제주의 Comp 객실 수는 2023년초 150객실 내외로 전체의 20% 수준에 불과했으나, 최근 60% 수준까지 확대되어왔고, 같은 기간 카지노 방문객 수는 1만명에서 5.9만명으로 약 6배, 드롭액은 600억원에서 2,500억원으로 4배 성장했다.

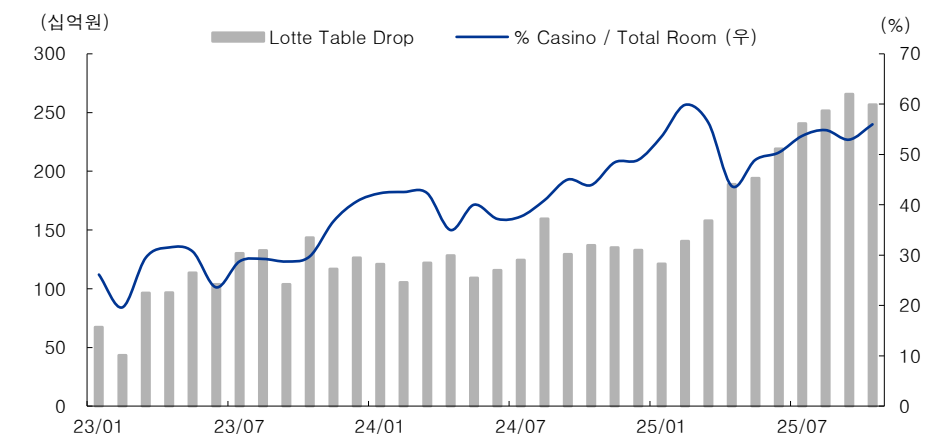
파라다이스시티도 객실
Comp 확대에 따른 VIP
성장 전망

제주와 영종도라는 위치, 사업규모 측면에서 차이는 있으나, 파라다이스시티도 그랜드하얏트 객실을 VIP 고객 영업확대에 적극적으로 활용함에 따른 드롭액과 실적상승세가 나타날 가능성이 높다고 판단한다. 파라다이스시티의 카지노 방문객은 2026년 53.3만명, 드롭액은 4.5조원 규모로 전망한다.

장충동 6성급 호텔 신축
중장기적으로 VIP
영업확대에 집중

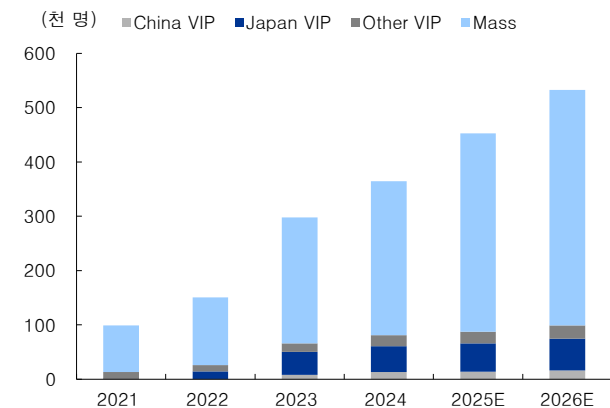
파라다이스는 중장기적으로도 VIP 영업확대에 집중하는 모습이다. 장충동 부지에 지하 5층에서 지상 18층, 188실(프리미어 158실, 스위트 30실) 규모의 초고급 6성급 호텔을 신축을 계획하고 있기 때문이다. 해당 호텔의 건축관련 비용은 5,750억원(건축 4,650억원, 기타설비 410억원, 예술작품 300억원 등)이며, 2028년 8월 준공, 2028년 10월 오픈을 계획하고 있다. 이 호텔이 완공되면 워커히 카지노의 VIP 영업성과 확대가 기대된다.

그림 56. 제주드림카지노 테이블 드롭액 추이 및 그랜드하얏트 제주 Comp 객실 비중



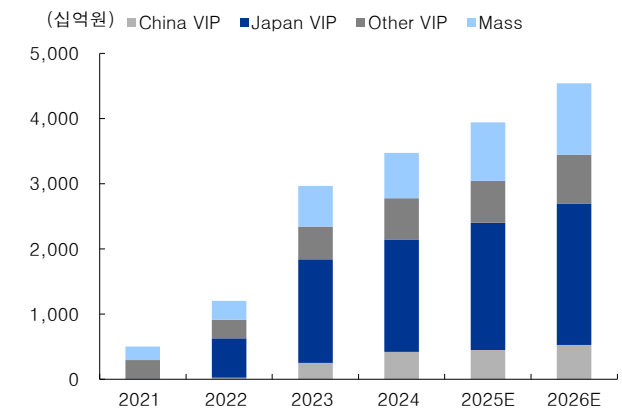
자료: 롯데관광개발, IBK투자증권

그림 57. 파라다이스 시티 방문객 수 추이 및 전망



자료: 파라다이스, IBK투자증권 추정

그림 58. 파라다이스 시티 드롭액 추이 및 전망



자료: 파라다이스, IBK투자증권 추정

그림 59. 파라다이스 6성급 호텔 계획

Budget	- Construction cost : KRW 575 billion - construction 465, Fixtures & equipment 41, Artwork 30 (KRW bn)
Location	Jung-gu, Seoul (Jangchung-dong area)
Property Specifications	- Site area : 13,902m² - Building area : 5,016m² - GFA(Gross Floor area) : 69,970m² (B5 - 18F)
Facilities	188 rooms (Premier 158, Suite 30) - F&B : 8 venues (Kr/Cn/Jp Fine dining, Brasserie, Lounge, Bar etc..) - Wellness : Pool, Sauna, PT studio, GYM, Spa etc.. - Banquet Hall : Grand ballroom etc..
Concept	- Brand : "An Artful Life" - Construction : "Urban Sanctuary" - Design : "Art Meets Luxury" ※ KPF(architecture), Patricia Urquiola(interior) etc..
Timeline	Groundbreaking: March 2025 / Completion: August 2028 / Opening: October 2028



자료: 파라다이스, IBK투자증권

Mass: GKL - 3Q25부터 드롭액 상승 전환

GKL 고객 및 드롭액
증가 전망

GKL의 서울 도심권 카지노 드롭액은 최근 전년동기대비 성장이 부진했었으나, 외국인 관광객 확대에 따라 Mass 고객 확대 및 드롭액이 증가할 것으로 전망한다.

서울 도심에 위치한 GKL의 드래곤시티, 강남 카지노 합산 드롭액은 2024년 1분기 7,960억원을 기록한 이후 감소하기 시작해 2025년 1분기 6,970억원을 기록했다. 영종도 인스파이어 복합리조트 카지노 마케팅 확대에 따른 경쟁 심화 영향으로 판단된다. GKL 뿐만 아니라 파라다이스 워커힐 카지노 실적도 유사한 흐름을 보였기 때문이다.

9월 중국인 무비자 입국
시행이 이후 Mass 고객
성장 가속화 전망

그러나, 이러한 부진은 외국인 입국자 수 확대 영향으로 2025년 상반기를 기점으로 완화될 것으로 예상하며, 9월부터 시작된 중국인 단체관광객 무비자 입국 시행과 프로모션 효과로 중국 Mass 고객 성장세가 이어질 것으로 기대된다.

3Q25부터 드롭액 증가율
(+) 전환

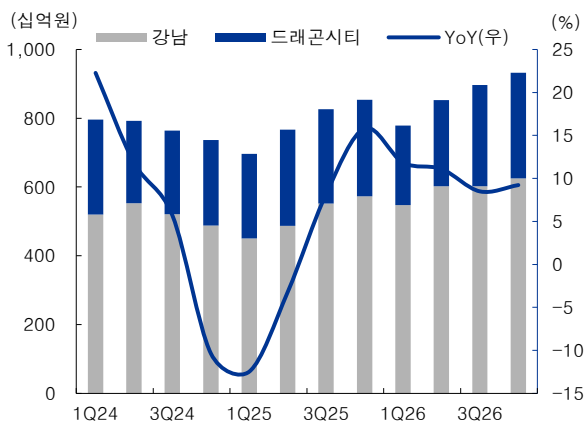
3분기 드롭액 증가율은 (+) 전환했고 상승 추세는 2026년까지 이어질 것으로 예상한다. GKL 강남, 드래곤시티 합산 드롭액은 2024년 3조 890억원에서 2025년 3조 1,440억원, 2026년엔 3조원 중반 수준까지 확대될 것으로 전망한다.

그림 60. 서울 카지노 위치



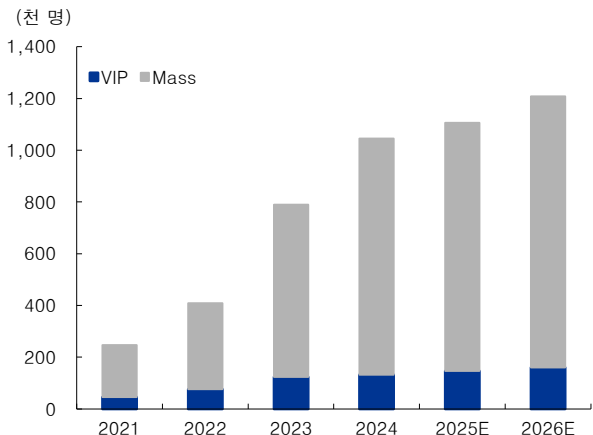
자료: IBK투자증권

그림 61. GKL 강남, 드래곤시티 카지노 Drop 추이 및 전망



자료: GKL, IBK투자증권

그림 62. GKL VIP 및 Mass 고객 수 추이 및 전망



자료: GKL, IBK투자증권

2027년까지 카지노 3사 매출 및 영업이익 연평균 10.3%, 36.2% 성장 전망

외국인 카지노 3사
영업이익 3년 평균
+36.2% 성장 전망

외국인 카지노 3사 합산 실적은 2026년 매출액 2조 4,525억원(+10.1% YoY), 영업이익 4,768억원(+24.4% YoY), 2027년 매출액 2조 5,996억원(+6.0% YoY), 영업이익 5,394억원(+13.1% YoY)으로 매출과 영업이익 각각 연평균 10.3%, 36.2% 성장할 것으로 전망한다.

외국인 관광객 증가, VIP
마케팅 확대 효과

이는 1) 외국인 관광객 확대에 따른 카지노 Mass 고객 및 드롭액 증가와, 2) 호텔 객실 Comp를 활용한 VIP 마케팅 효과에 따른 영업레버리지 효과에 기인한다.

롯데관광개발 2026E OP
+34.5% 성장 전망

롯데관광개발 실적은 2026년 매출액 7,420억원(+15.0% YoY), 영업이익 1,870억원(+34.5%)으로 전망한다. 드롭액은 3.4조원으로 25년 대비 18.5% 증가할 것으로 예상된다.

1) 그랜드하얏트 제주 호텔을 통한 VIP 마케팅 전략이 실제 고객 증가로 이어지고 있고, 2) 일당 테이블 매출이 최근 2개 분기 큰 폭 상승하면서 영업레버리지 효과가 확인되고 있기 때문이다. 카지노의 호텔 객실 활용비중을 현재 약 800객실에서 1,000객실까지 점진적으로 높여나갈 계획을 갖고 있는만큼 실적개선세는 지속될 것으로 전망한다.

파라다이스 2026E OP
+20.1% 성장 전망

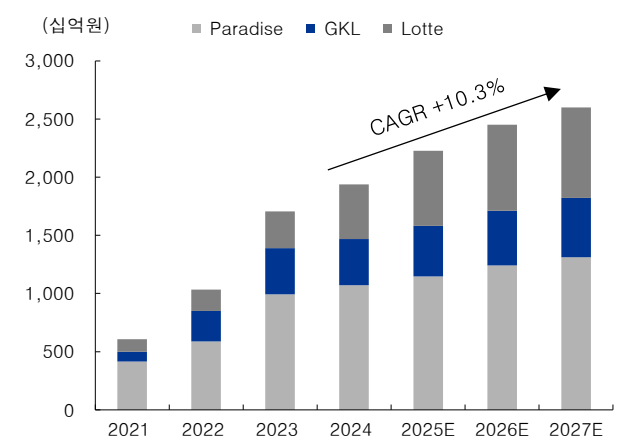
파라다이스 실적은 2026년 매출액 1조 2,420억원(+8.2% YoY), 영업이익 2,090억원(+20.1% YoY)으로 전망한다. 드롭액은 7.9조원으로 25년 대비 10.6% 증가를 예상한다.

1) 인스파이어리조트 카지노 영업개시에 따른 클러스터 효과와, 2) 그랜드하얏트 인천 웨스트타워 인수를 통한 VIP 모객 확대에 따라 파라다이스시티 드롭액과 매출액의 성장세가 뚜렷하게 나타날 것으로 예상된다.

GKL 2026E OP
+14.8% 성장 전망

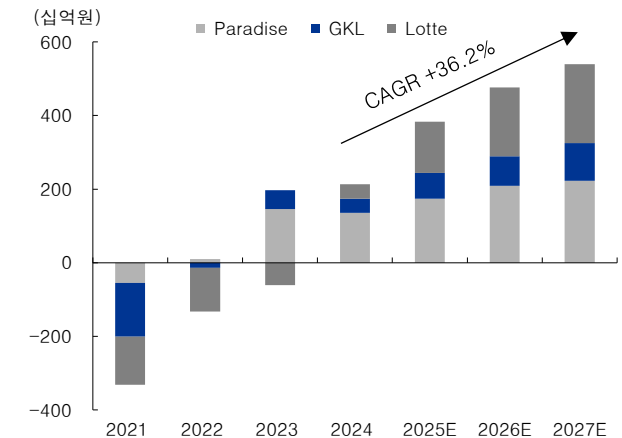
GKL 실적은 2026년 매출액 4,685억원(+7.8% YoY), 영업이익 808억원(+14.8% YoY)으로 전망한다. 드롭액은 4.1조원으로 25년 대비 9.5% 증가할 것으로 예상된다. 서울 도심지역 외국인 관광객 확대에 따른 방문객 및 드롭확대 효과가 기대된다.

그림 63. 외국인 카지노 3개사 매출액 추이 및 전망



자료: 각 사, IBK투자증권 추정

그림 64. 외국인 카지노 3개사 영업이익 추이 및 전망



자료: 각 사, IBK투자증권 추정

4. VIP 영업을 공격적으로 강화하는 카지노에 주목

업종의견 ‘비중확대’, 최선호주 롯데관광개발 제시

업종의견 ‘비중확대’ 제시

카지노 업종에 대해 ‘비중확대’ 의견을 제시한다. 앞선 분석결과에 기반해 K-콘텐츠의 흥행과 정부 정책 효과, 외국인 관광객의 구조적 성장이 카지노 이용객 확대에 이어질 것으로 예상되기 때문이다.

공격적인 VIP 마케팅에 중하는 카지노 비중확대 전략 제시

특히, 공격적으로 VIP 마케팅을 확대하고 있는 카지노사는 VIP 드롭액 확대에 따른 영업 레버리지 효과를 누리며 실적 개선세가 두드러질 것으로 예상된다. 이에 따라 VIP 마케팅에 집중하는 카지노 업종 비중확대 전략을 제시한다.

최선호주 롯데관광개발

롯데관광개발에 대해 투자자의견 매수, 목표주가 32,000원으로 신규 커버리지를 개시하며, 업종 최선호주로 제시한다. 목표주가는 12M Fwd EBITDA에 Target EV/EBITDA 12.8배를 적용해 산출했다. 동사의 투자포인트는 1) 그랜드하얏트 제주를 통한 VIP 마케팅 확대 전략이 방문객 확대에 이어지고 있고, 2) 일당 테이블 매출이 최근 2개 분기 큰 폭 상승하면서 VIP 모객 확대에 따른 영업레버리지 효과도 확인되고 있다는 점이다.

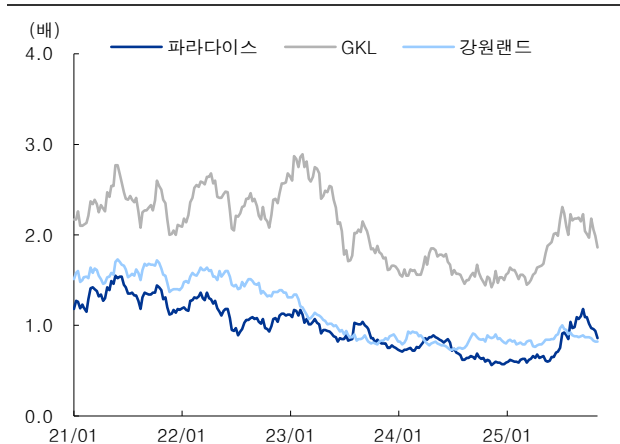
그랜드하얏트 제주의 카지노 객실 사용 비율은 현재 50% 수준(777객실)인데 1,000객실까지 점진적으로 확대시킬 계획인 만큼 동사의 실적개선세는 당분간 지속될 전망이다.

표 15. 커버리지 4개사 투자자의견 및 목표주가

구분	롯데관광개발 (★)	파라다이스	GKL	강원랜드
투자자의견	매수(신규)	매수(신규)	매수(신규)	매수(신규)
목표주가	32,000원(신규)	24,000원(신규)	20,000원(신규)	23,000원(신규)
Method	EV/EBITDA	P/B	P/B	P/B
현재주가 (25.11.11)	18,820원	14,600원	14,030원	17,160원
Upside (%)	70.0%	64.4%	42.6%	34.0%

자료: IBK투자증권

그림 65. 파라다이스, GKL, 강원랜드 12M Fwd P/B 추이



자료: Quatiwise, IBK투자증권

그림 66. 롯데관광개발 12M Fwd EV/EBITDA 추이



자료: Quatiwise, IBK투자증권

호텔

1. 2019년과 2024년 이후 호텔 시장은 다르다

2. 2019년과 다른 중국인

3. 외국인 수요 급증하는 부산

4. 제주시는 선전, 서귀포는 부진

1. 2019년과 2024년 이후 호텔 시장은 다르다

2019년 vs. 2025년
호텔 시장 변화 점검

- 1) 호텔숙박 수요
- 2) 객실단가(ADR)
- 3) 체류일수(LOS)
- 4) 관광형태

호텔 시장의 펀더멘탈은 더욱 강화되고 있는 추세이다. 이는 2020년 이전과는 확연히 다른 시장 면모를 보여주고 있다. 호텔 시장 규모를 결정짓는 요소는 몇가지가 있지만, 가장 크게 작용하는 부분은 공급이다. 지난 7월 보고서 'Big Shortage'에서 이를 언급하였고, 향후 공급물량 제한이 지속될 것으로 예상되어 공급측 요소는 크게 문제가 되지 않을 것으로 판단하고 있다. 당사에서는 공급 이외 4가지 변화에 주목하고 있다. 1) 호텔숙박 수요, 2) 객실단가(ADR), 3) 체류일수, 4) 관광형태 등이다. 동 보고서에서는 이 4가지를 점검하고자 한다.

(1) 2019년과 다른점: ① 중국인 중심에서 비(非)중국인 중심으로의 전환

2019년 이후 국내
관광시장은 비중국인 중심

2021년 이후 국내 관광시장은 비중국인 시장으로 재편되었다고 봐도 무방하다. 2024년 방한 외국인 중 중국인 비중은 28% 수준에 불과하고, 2025년 상반기에도 동 추세는 유지되고 있다. 2020년 이전 중국인 비중은 50%를 상회하였다. 이를 감안하면 비중국인 비중이 급격하게 증가한 것이다. 2025년 방한 외국인 수요는 약 1,900만명으로 추정하고 있다. 9월까지 누적된 방한 외국인인은 약 1,408만명에 달하고 이는 2024년 동기전대비 +16.0% 증가한 수치이다. 이 중 중국인 비중은 약 30%에 달하고 있고, 과거 수치와 비교할 때 여전히 낮은 수치를 기록하고 있는 것이다.

2025년 비중국인 방문객
1,400만명 예상
(2017년 전체 1,334만명)

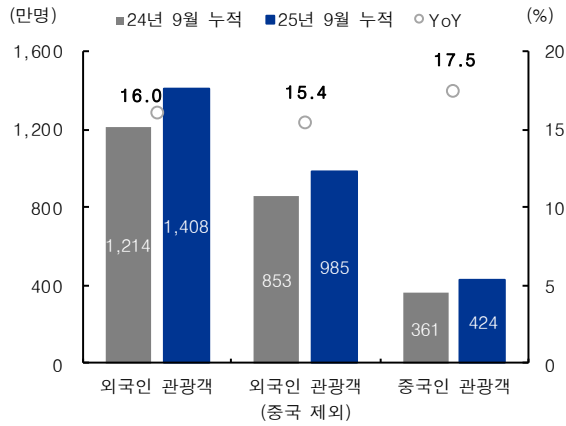
국내 호텔 시장은 중국인 수요를 대응하기 위해 공급 물량을 증가시켰다고 봐도 무방하다. 과거 중국인 수요가 팽창하는 시기 이들을 수용하기 위한 호텔 공급이 증가한 것이다. 하지만, 지금 시장은 비중국인 방문객이 전체 시장을 이끌고 있고, 동 추세가 유지될 경우 방한 외국인 중 비중국인 규모는 연간 1,400만명에 이를 것으로 예상된다. 이에 과거 공급했던 호텔물량은 구조적으로 부족할 가능성이 높다.

현재 국내 시장은 중국인 수요 회복 가능성을 점치고 있다. 중국인 회복이 이루어지지 않더라도 이미 호텔 공급은 부족한 상황이고, 단기적으로 공급 물량을 증가시키지 못한다는 현 상황을 고려하면 수년간 호텔 시장 업황은 긍정적으로 전망된다.

방한 외국인 관광객수
2019: 1,760만명
2024: 1,637만명
2025E: 1,899만명
2026E: 2,100만명

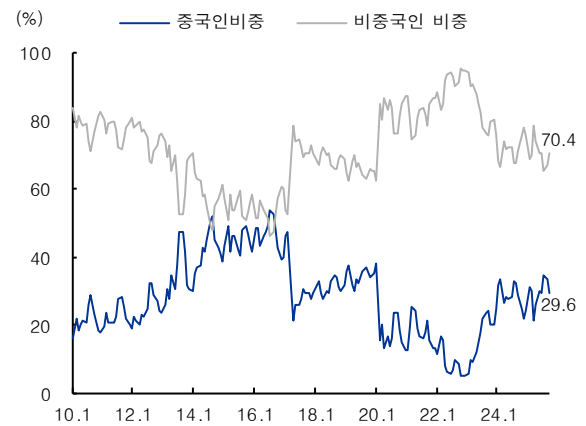
국내 호텔 시장은 가까운 일본 및 외국과는 상이한 특징을 가지고 있다. 바로 내국인 투숙객 비중이 낮다는 점이다. 일본의 경우 내국인 비중이 80~90%를 차지하고 있고, 외국인 비중이 10~20% 수준에 불과하기에 외국인 관광객 증가에 따라 가격이 올라가는 경향이 크다. 반면, 국내의 경우 과거 중국인 수요가 급격하게 증가하는 과정에서 호텔 공급을 증가시키기 시작하였고, 내국인 비중도 상대적으로 낮았기에 ADR 상승은 제한적이었던 것으로 분석된다. 2026년 방한 외국인인은 약 2,100만명 수준에 이를 것으로 전망한다. 이는 방한 외국인 수요가 호텔 시장을 주도할 가능성이 높다는 의미로, 외국인 수요가 가격에 미치는 영향이 더욱 높아질 것으로 전망한다.

그림 67. 2025년 9월 누적 기준 방한 외국인 관광객 증가율



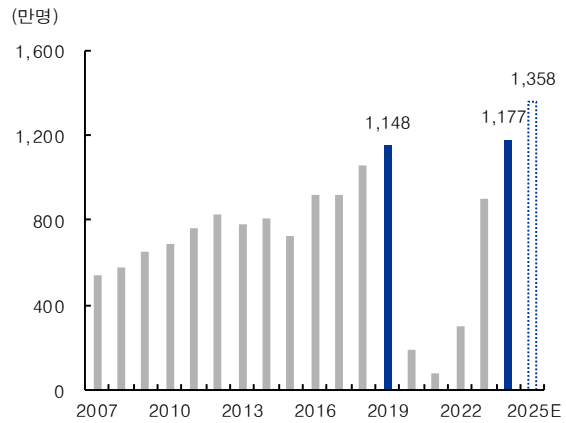
자료: 한국관광데이터랩, IBK투자증권

그림 68. 방한 외국인관광객 중 월별 중국인 비중 추이



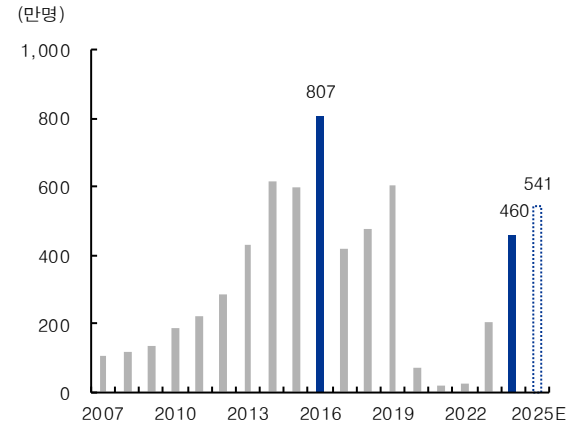
자료: 한국관광데이터랩, IBK투자증권

그림 69. 중국 제외 외국인 관광객 추이(2025년 YoY +15.4% 가정)



자료: 한국관광데이터랩, IBK투자증권

그림 70. 중국인 관광객 추이(2025년 YoY +17.5% 가정)



자료: 한국관광데이터랩, IBK투자증권

그림 71. 외국인 관광객 추이 및 전망



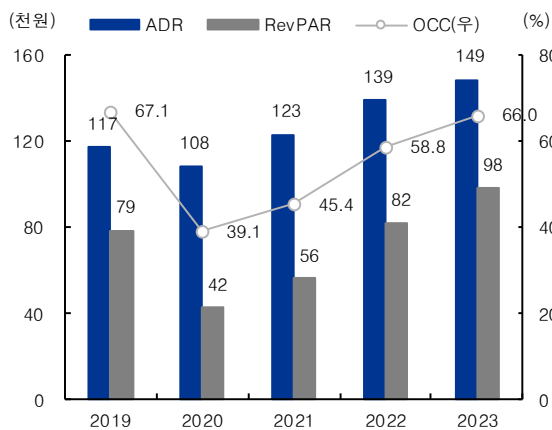
자료: 한국관광데이터랩, IBK투자증권

(2) 2019년과 다른점: ② ADR 얼마나? 언제까지 상승할 수 있을까?

호텔시장 성장 요인
투숙율(OCC)은 유지
객단가(ADR)는 상승

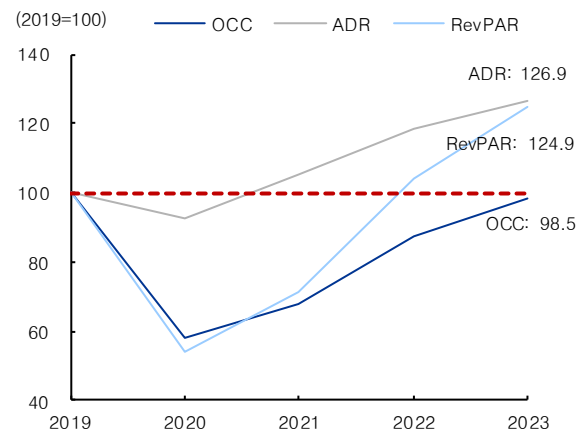
국내 호텔 시장을 이끌고 있는 가장 큰 요인은 ADR 상승이다. 2020년 이후 전국 ADR은 약 +37.0% 증가하였고, 2019년 대비해서도 +26.9% 증가한 수치를 기록하였다. 서울의 경우 +48.7%, 2019년 대비해서도 +23.4% 증가하였다. 반대로 투숙율의 경우 2020년 39.1%에서 2023년 66.0%로 약 27%p 증가하였지만, 2019년과 비교할때는 -1%p 하락한 수치를 기록하였다. 투숙율 증가는 크지 않은 상황에서 ADR 상승이 전체 시장을 이끌었던 것으로 판단되는 부분이다.

그림 72. 국내 OCC, ADR, RevPAR 추이(전국)



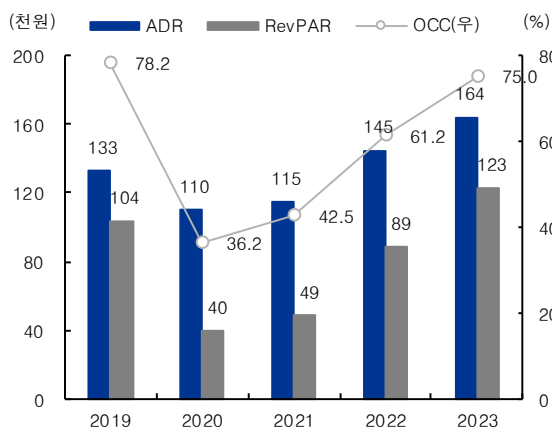
자료: 한국호텔업협회, IBK투자증권

그림 73. 2019년 대비 국내 호텔업 지표 변화(전국)



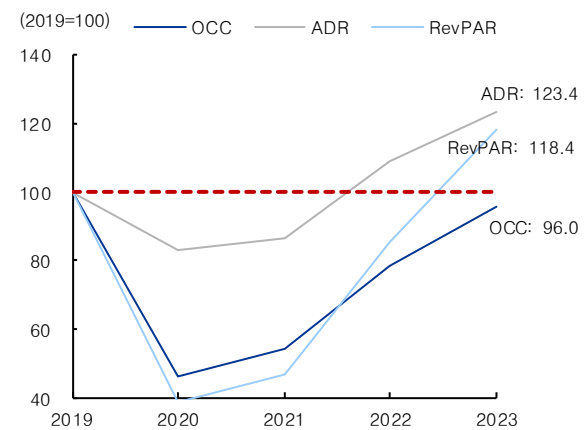
자료: 한국호텔업협회, IBK투자증권

그림 74. 국내 OCC, ADR, RevPAR 추이(서울)



자료: 한국호텔업협회, IBK투자증권

그림 75. 2019년 대비 국내 호텔업 지표 변화(서울)



자료: 한국호텔업협회, IBK투자증권

투숙율(OCC) 유지 요인

- 1) 객실 공급 증가
- 2) ADR 상승 정책

투숙율 증가가 크지 않았던 이유는 1) 공급 물량 확대로 객실수 증가가 이루어졌고, 2) 추가적인 공급 물량이 없는 상황에서 고정비 효율성이 높은 ADR 상승 전략을 펼쳤기 때문이다. 특히, 공급 물량이 제한되기 시작하면서 ADR이 상승하였다는 점을 감안하면, 현 업황은 수요가 가격을 결정짓는 시장으로 판단할 수 있다. 즉, ADR은 방한 외국인 수요와 맞물리면서 상승할 가능성이 높다는 의미이다. 2019년 이전에는 이와는 반대였다. 방한 외국인 증가에도 불구하고 ADR과 OCC는 오히려 하락하였다. 향후 공급이 제한적이라는 점에서 방한 외국인 수요가 증가하고 있다는 점을 감안하면 외국인 수요가 ADR 상승을 이끌 것으로 전망한다.

국내 소득수준도 중요

- 1) 내국인 투숙율 50%
- 2) 높은 인건비 비중

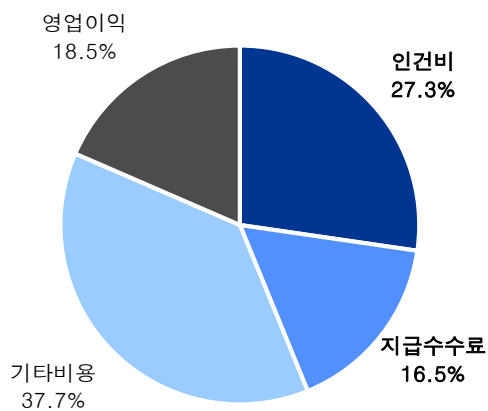
또 하나, 중요하게 봐야 하는 변수는 국내 소득 수준이다. 통상적으로 ADR은 그 나라의 임금 수준 즉, 소득 수준 상승에 연동되는 특징을 가지고 있다. 그러한 이유는 1) 내국인 투숙율 비중이 약 40~50% 수준을 차지하고 있다는 점과, 2) 호텔 원가 중 가장 크게 차지하는 부분이 인건비이기 때문이다. 호텔은 인건비 비중이 높아 일정 수준은 가격 전가가 이루어질 수 밖에 없는 구조이다.

표 16. 호텔 수요 확대 시 실행전략 장단점 비교

구분	가동률(OCC) 확대 전략	가격(ADR) 인상 전략
수익지표(기준)	OCC: 50%, ADR: 10만원, RevPAR: 5만원	
전략	가동률 20% 확대	가격 20% 인상
수익지표(변화)	OCC: 60%(+10%p), ADR: 동일	OCC: 동일, ADR: 12만원(+2만원)
매출액	RevPAR: 6만원(동일), 매출액: 20% 증가	
고정비	증가	동일
이익률	동일	증가
장점	부대시설(F&B, 카지노 등) 이용증가	가격인상분이 공헌이익으로 반영
단점	객실 고정비 증가 및 객실 소모 증가	가격 저항 발생 가능(OCC 감소)

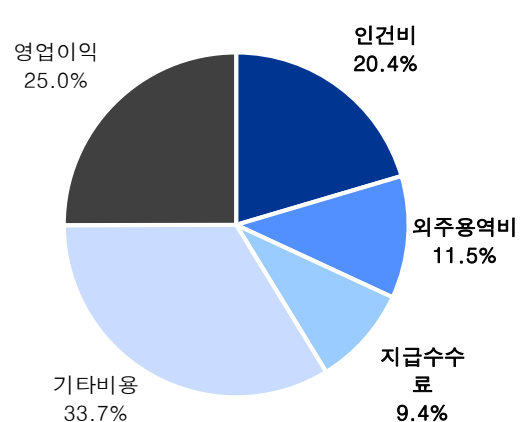
자료: IBK투자증권

그림 76. 파르나스호텔 매출액 대비 주요 비용(2024년)



자료: 파르나스호텔, IBK투자증권

그림 77. 글래드호텔앤리조트 매출액 대비 주요 비용(2024년)



자료: 글래드호텔앤리조트, IBK투자증권

방한 중국인 시나리오

- 1) 2019년 수준 회복
- 2) 다른 외국인 상승률만큼
- 3) 2010년 중반 수준(40%)

ADR(~29년) CAGR +3.5%
외국인 집중되는 3~4성급
호텔 ADR 상승은 그 이상

당사에서는 방한 외국인 수요에 대한 시나리오를 크게 3가지로 보고 있다. 1) 중국인 방한 객이 2019년 수준까지 회복, 2) 방한 중국인이 기타 방한 외국인과 유사한 수준으로 상승하는 경우, 3) 과거 비중까지 확대될 가능성이다. 그리고 공급 물량이 제한되는 2029년 수준까지 상승하는 구조로 봤을 때 보수적으로 ADR의 연평균 상승률은 +3.5% 수준에 달할 것으로 추정한다.

다만, 외국인 수요가 집중되는 3~4성급의 경우 이보다 더 높은 수준을 기록할 가능성이 크다. 당사에서 연평균 상승률을 +3.5%로 추정하는 근거는 방한 외국인 증가와 국내 소득 수준 상승을 감안한 수치이다. 물론, Best 시나리오인 중국인 수요 회복을 감안하면 이보다 더 높을 가능성도 있다. 현 시점에서는 앞서 언급했듯이 ADR 상승 추세는 2029년까지 지속될 것으로 전망한다. 공급 물량이 제한될 것으로 예상됨에 따라 수요와 맞물리는 가격 인상이 이루어질 것으로 전망되기 때문이다.

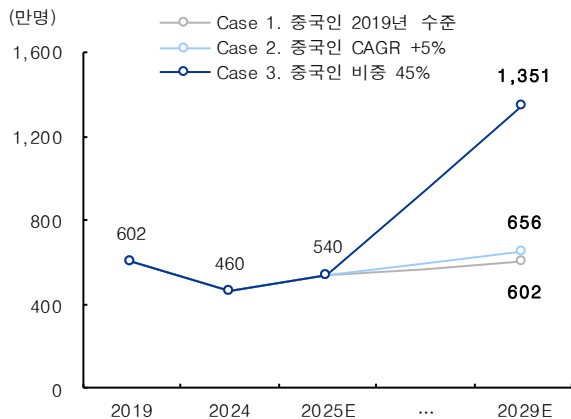
표 17. 2029년까지 시나리오별 외국인 관광객 성장 가정

시나리오 구분	비중국인 관광객	중국인 관광객	전체 외국인관광객	2025~2029 연평균 성장률
2026~2029년 비중국인 관광객 CAGR +5% 성장 가정				
Case 1. 중국인 2019년 수준	16,516,539명	6,023,021명	22,539,560명	+4.4%
Case 2. 중국인 CAGR +5%		6,561,951명	23,078,490명	+5.0%
Case 3. 중국인 비중 45%		13,513,532명	30,030,071명	+12.1%
2026~2029년 비중국인 관광객 CAGR +10% 성장 가정				
Case 1. 중국인 2019년 수준	19,894,480명	6,023,021명	25,917,501명	+8.1%
Case 2. 중국인 CAGR +10%		7,903,992명	27,798,473명	+10.0%
Case 3. 중국인 비중 45%		16,277,302명	36,171,782명	+17.5%

자료: IBK투자증권 추정

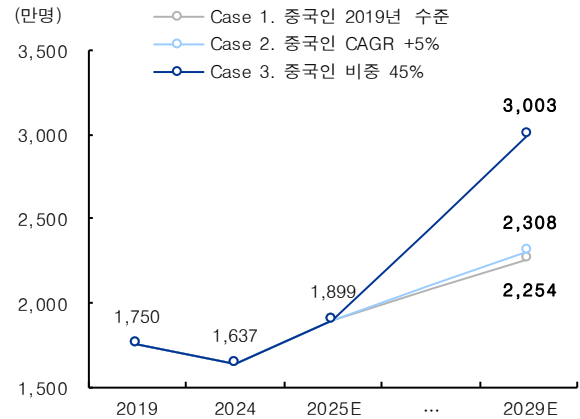
주: 2025년 관광객 추정은 9월 누적 YoY 성장률 기준

그림 78. 2026~2029년 비중국인 관광객 CAGR +5% 가정 시나리오별 중국인 관광객 추정



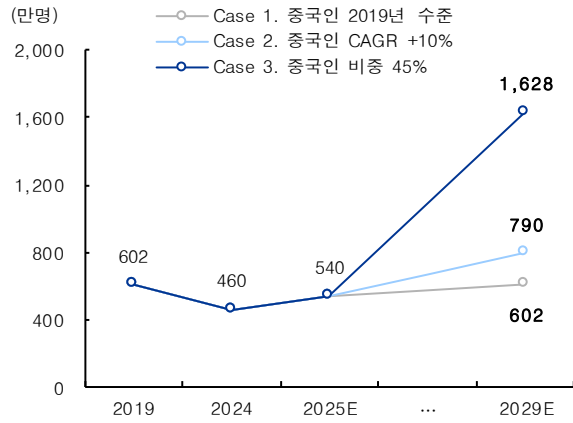
자료: IBK투자증권 추정

그림 79. 2026~2029년 비중국인 관광객 CAGR +5% 가정 시나리오별 전체 외국인 관광객 추정



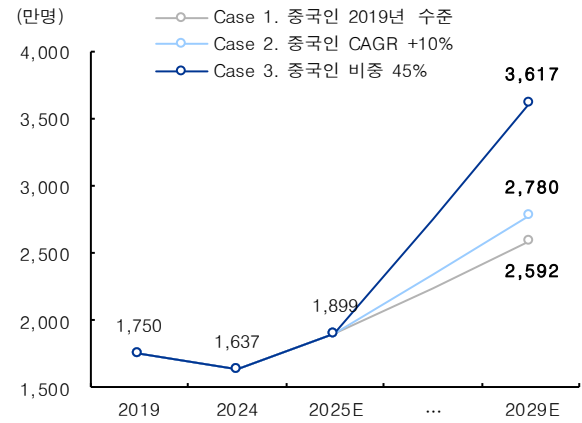
자료: IBK투자증권 추정

그림 80. 2026~2029년 비중국인 관광객 CAGR +10% 가정 시
시나리오별 중국인 관광객 추정



자료: IBK투자증권 추정

그림 81. 2026~2029년 비중국인 관광객 CAGR +10% 가정 시
시나리오별 전체 외국인 관광객 추정



자료: IBK투자증권 추정

[3] 2019년과 다른점: ③ 체류일수 증가

체류일수 증가 가능성

- 1) 관광객 체류일수 증가
- 2) 쇼핑보다 관광 중심
- 3) 비중국인 비중 증가

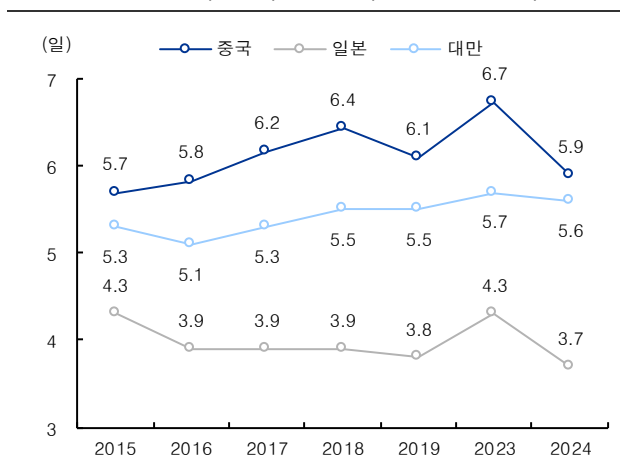
국내 호텔 시장에서 주목하고 있는 변수중 하나는 체류일수이다. 호텔 시장 규모를 결정짓는 주요 변수는 투숙율과 객단가 이외에도 체류일수를 꼽을 수 있다. 2024년 기준 체류일수(체제일수)는 6.7일로 코로나 이전인 2019년과(6.7일) 유사한 수준이지만, 동 수치는 증가할 가능성이 높은 것으로 판단한다. 그렇게 추정하는 근거는 1) 방한 외국인 중 대부분 국가에서 체류일수 증가가 이루어지고 있고(표 18. 참고), 2) 쇼핑 중심에서 식도락(관광) 중심으로 관광 형태가 재편되고 있으며, 3) 비중국인 비중이 구조적으로 증가하고 있기 때문이다.

특히, 미국이나 유럽 등
중장거리 관광객 증가

특히, 비행시간이 긴 미국과 유럽 비중이 증가하고 있다는 점에 주목할 필요가 있다. 2019년 유럽과 미국 합산 비중은 14%에서 2025년 7월 누적기준 17.6%까지 증가하였다. 미국과(체류일수 8.8일) 유럽(체류일수: 프랑스 12.2일, 영국 9.5일, 독일 11.6일)의 체류일수는 전체 평균보다 2 ~ 5일 이상 길다는 점에서 관련 비중 상승은 체류일수 증가 가능성을 시사한다. 이외에도 2019년과 비교할 때 대부분의 국가에서 체류일수는 증가하고 있는 추세이다. 체류일수는 관광시장에 있어서 가장 중요한 변수 중 하나로 여겨진다.

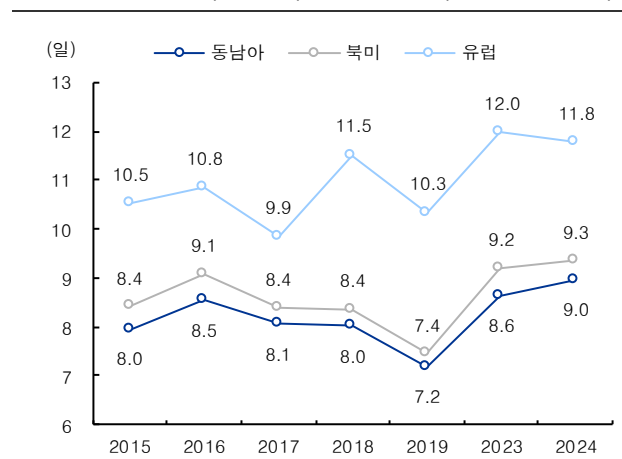
호텔의 경우에도 수요 증가와 무관하게 전체 규모를 결정지을 수 있는 부분이어서 중요한 변수로 판단할 수 있다. 방한 중국인 비중이 증가하면 일시적으로 체류일수는 감소할 것으로 전망한다. 상대적으로 쇼핑 위주 관광객 비중이 높고, 단기 PKG(패키지) 비중이 높아질 가능성이 크기 때문이다. 하지만, ▶ 국내 방한 외국인 중 비중국인 수요가 증가하고 있고, ▶ 중국인 FTT(자유여행) 비중도 높다는 점에서 일시적인 현상에 머물 가능성이 높다.

그림 82. 주요 국가별(단거리) 체류일수(코로나 기간 제외)



자료: 문화체육관광부, IBK투자증권

그림 83. 주요 국가별(중장거리) 체류일수 추이(코로나 기간 제외)



자료: 문화체육관광부, IBK투자증권

표 18. 주요 국가별 방한외국인 체류일수 추이(대륙별 수치는 발표한 국가별 단순 평균)

(단위: 명)

구분	2024년 방한객(명)	2015년	2016년	2017년	2018년	2019년	2020년	2021년	2022년	2023년	2024년
전체	16,369,629	6.6	6.4	7.0	7.2	6.7	30.0	24.9	11.8	7.8	6.7
아시아		7.6	7.0	7.5	10.0	9.1	30.7	34.5	13.9	9.1	7.5
중국	4,603,273	6.4	6.1	7.8	8.2	7.2	33.1	41.9	21.4	8.5	6.8
일본	3,224,079	4.3	3.9	3.9	3.9	3.8	30.8	32.6	6.6	4.3	3.7
홍콩	571,418	5.4	6.3	5.4	5.6	5.6		16.5	9.5	6.0	5.3
인도	176,668	14.2	11.6	12.7	12.2	12.6	28.3	35.5	13.8	11.7	11.0
몽골	141,902				20.0	16.5		46.1	18.3	15.2	10.9
동남아		6.5	6.4	7.2	6.9	6.5	24.1	24.1	9.2	7.7	7.2
대만	1,473,908	5.3	5.1	5.3	5.5	5.5	31.0	27.6	7.2	5.7	5.6
필리핀	516,760			6.9	7.3	6.8	27.5	27.4	10.0	7.7	7.2
베트남	511,420			10.5	6.6	7.7	8.0	12.0	10.2	9.5	8.2
싱가포르	375,428	7.2	7.6	7.8	7.9	7.3	20.5	10.8	9.9	8.3	9.6
인도네시아	336,185			6.5	7.3	6.6	11.0	25.8	9.5	8.0	6.8
태국	323,856	6.5	5.6	6.1	7.3	5.4	33.0	30.5	8.0	7.5	6.3
말레이시아	300,836	7.0	7.1	7.1	6.6	6.2	38.0	34.9	9.7	7.2	6.9
북미&오세아니아		8.6	9.2	9.1	9.0	8.8	31.3	24.4	13.1	10.7	9.5
미국	1,320,108	8.9	9.8	9.1	9.6	8.9	32.5	22.8	13.0	10.0	8.8
캐나다	254,332	8.9	9.4	9.0	9.3	8.3	32.9	25.3	12.9	11.8	9.9
호주	244,338	7.9	8.4	9.3	8.1	9.1	28.5	25.0	13.3	10.4	9.7
유럽		9.7	10.7	9.9	10.6	9.6	28.1	23.8	15.4	12.3	12.6
러시아	197,198	11.7	14.6	12.9	12.0	8.6	30.0	29.3	19.3	13.4	17.0
프랑스	164,508	9.6	8.5	8.8	11.2	11	25.7	22.9	14.1	12.7	12.2
독일	157,185	9.3	10.6	9.2	10.7	10.2	27.6	19.8	14.1	12.0	11.6
영국	147,493	8.3	9.0	8.7	8.5	8.7	29.2	23.0	14.1	11.1	9.7
중동		11.7	12.2	11	12.4	10.5	28.1	20.8	11.3	11.8	16.8

자료: 한국관광데이터랩, IBK투자증권

(4) 2019년과 다른점: ④ 관광목적 변화

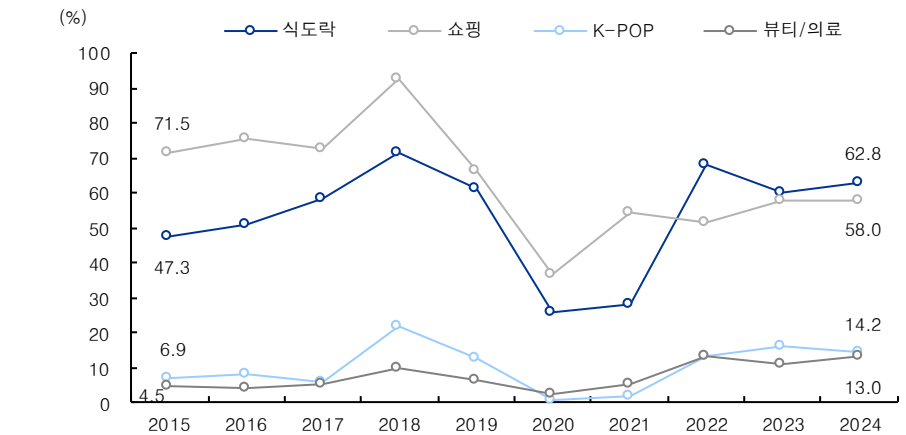
2019년 이전 방한 관광은
중국인과 쇼핑 중심

당사에서 주목하고 있는 부분 중 하나는 한국을 방문하는 외국인의 관광목적이 변화되고 있다는 점이다. 2012년 이후 방한 외국인 시장의 중심은 중국인과 쇼핑이었다. 이에 구조적으로 ▶ 성장을 지속하기에는 한계를 가지고 있었고, ▶ 외부변수(환율, 국제관계, 경제적 상황)에 영향을 받을 수 밖에 없었다.

2020년 이후 방한 관광은
비중국인, 식도락 중심

반면, 최근 방한 외국인 수요는 과거 대비 안정적인 소비 계층으로 판단할 수 있으며, 이는 호텔 시장에도 긍정적인 영향을 미칠 것으로 전망한다. 2019년 국내 주요 방한 목적이 쇼핑이었다면(2019년 71.5% → 2024년 58.0%), 2024년 방한 목적은 식도락(2019년 47.3% → 2024년 62.8%)으로 전환되는 추세이다. 이는 두가지 의미로 해석할 수 있는데, ▶ 방한 외국인 비중이 높은 중국인의 여행 패턴 변화와, ▶ 비중국인 관광객 비중 증가에 따른 영향이다.

그림 84. 방한 외국인 주요활동(중복선택)



자료: 문화체육관광부, IBK투자증권

관광목적 변화의 의미

- 1) 중구에서 서울 전체로
- 2) 서울에서 전국으로

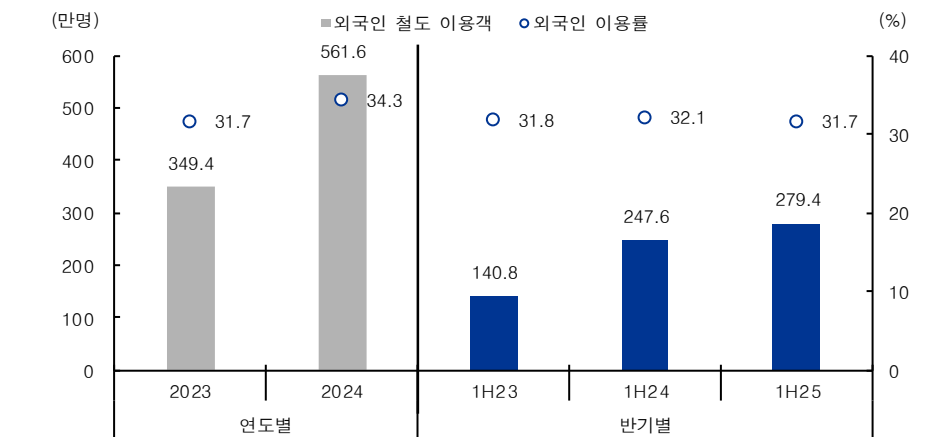
당사에서는 관광목적의 변화가 주는 의미를 2가지로 해석하고 있다. 첫째, 서울 중구 중심에서 서울권 전체로, 둘째, 관광수요 확대에 따라 서울 이외 지역까지 확장될 수 있다는 것이다. 2019년까지 호텔 시장은 서울 중구를 중심으로 성장하였다. 이에 공급물량도 중구를 중심으로 확대되었고, 수익성 지표도 동 지역이 압도하는 모습을 보여왔다. 즉, 업황 성장기임에도 불구하고 특정 지역에 한정되어 있었던 것이다. 하지만, 방한 목적이 식도락 위주로 전환되면서 중구 이외 지역까지 호텔 시장 업황이 개선되는 추세를 보이기 시작했고, 서울 이외 지역까지 확대되는 흐름이 나타나고 있다.

외국인 철도이용객

- 1H23: 141만명
1H24: 248만명(+76%)
1H25: 279만명(+13%)

이러한 수치는 외국인 철도 이용객에서 찾아볼 수 있다. 코레일에 따르면 2023년 외국인 철도 이용객수는 349만 4천명 수준에서 2024년 561만 6천명으로 증가하였다. 2025년 상반기까지 누적으로 보면 외국인 철도 이용객은 279만 4천명으로 방한 외국인 3명 중 1명은 철도를 이용한 것으로 알려져 있다. 이처럼 외국인 철도 이용객이 증가하는 것은 지방 권으로 여행이 확산되고 있다는 반증이다. 즉, 서울 이외 지역에서도 호텔업체들의 실적이 개선될 수 있음을 시사하는 것이다.

그림 85. 방한 외국인 철도 이용객 수



자료: 코레일, IBK투자증권

주: 이용률=(외국인 철도 이용객 수/전체 외국인 방문객)

2. 2019년과 다른 중국인

중국인 패키지 유입에 따른

ADR 하락 우려는 기우

- 1) 호텔 공급 부족 지속
- 2) 서울 외 지역 투숙율 견인
- 3) 3~4성급 선호 확대

2025년 9월 말부터 방한 중국인 무비자 입국 허용이 시작되었다. 시장은 중국인 PKG 관광객 유입이 이루어질 경우 ADR 하락에 대해 우려하고 있다. PKG 특성상 가격이 낮을 수밖에 없고, 2019년 이전에는 ADR이 낮았던 경험 때문이다. 하지만, 당사에서는 이러한 우려는 크지 않은 것으로 보고 있으며, 오히려 투숙율 증가를 견인할 수 있는 긍정적인 요인으로 판단하고 있다. 그렇게 생각하는 이유는 1) 현재 시장은 수요가 공급을 앞서가고 있어 가격을 하락시킬만한 요인이 제한적이고, 2) 상대적으로 투숙율이 낮거나 서울 외 지역으로 관련 수요가 집중되면서 오히려 ADR PUSH가 이루어질 가능성이 높으며, 3) 2019년과 달리 중국의 호텔 시장도 3~4성급 선호 빈도가 높아진 것으로 판단되기 때문이다.

절대적인 공급 부족 상황
호텔 업체들은 ADR로 대응

가장 중요한 부분은 공급이 없다는 점이다. 호텔 업체들 입장에서는 비중국인 수요를 대응하기에도 객실수가 부족한 상황으로 ADR을 낮추면서까지 OCC를 높일 필요성은 없다. 오히려, 상대적으로 투숙율이 낮고, 가격적 메리트가 높은 호텔로 수요가 몰리면서 ADR을 상승시키는 요인으로 작용할 것으로 봐야 할 것이다.

중국 내수 호텔 시장도 성장
2016년 이후 Huazhu 그룹
ADR 20% 이상 상승

또한, 중국의 호텔 시장도 상승했다는 점에 주목할 필요가 있다. 2016년부터 2023년까지 중국의 ADR 상승세는 지속된 것으로 추정한다. 2016년 Huazhu그룹의 ADR은 약 20% 이상 상승하였으며, 코로나 이후에도 약 10% 증가하였다. 2024년 이후 ADR이 정체 혹은 하락하는 양상이 나타나고 있지만, 중국 호텔 공급이 빠르게 이루어지고 있다는 점을 감안하면 부정적으로 해석하기는 어렵다. 이는 Huazhu그룹의 특정 사례로 치부할 수도 있다. 하지만, ▶ 중국 경기가 부진하고, ▶ 공급이 늘고 있음에도 수익성 지표가 견조하다는 점을 고려하면 가격 수용력이 높은 소비자층이 확대되는 것으로 해석된다.

중국 호텔 시장 선진화로
과거대비 가격 민감도 하락

중국의 호텔 시장도 선진화되고 있는 것으로 분석한다. 그러한 이유는 ▶ 2019년 이후 추세적으로 ADR이 상승하였고, ▶ 1~2성급 이외 지역에서도 호텔 공급이 빠르게 증가하였으며, ▶ 3~4성급 수요가 확대가 지속되고 있기 때문이다. 이러한 점은 방한 중국인의 수요를 견인할 수 있는 부분으로 판단한다.

그림 86. 중국 3~4성급 호텔 ADR 추이 및 전망

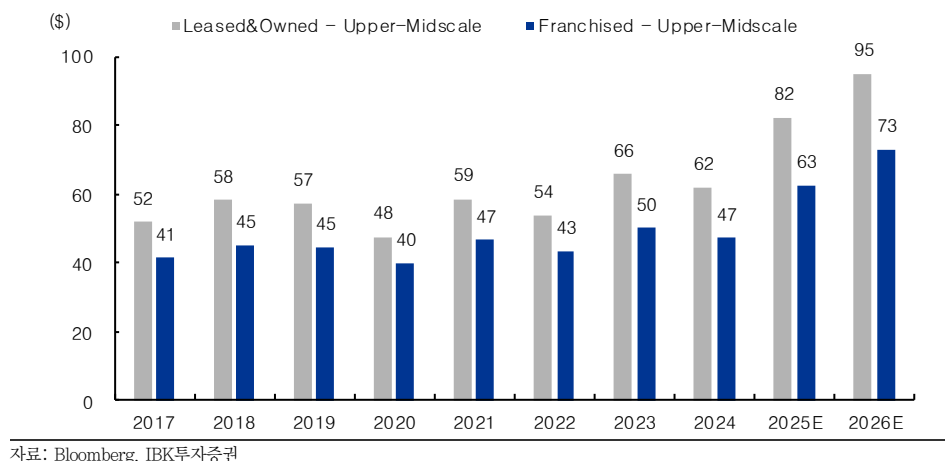
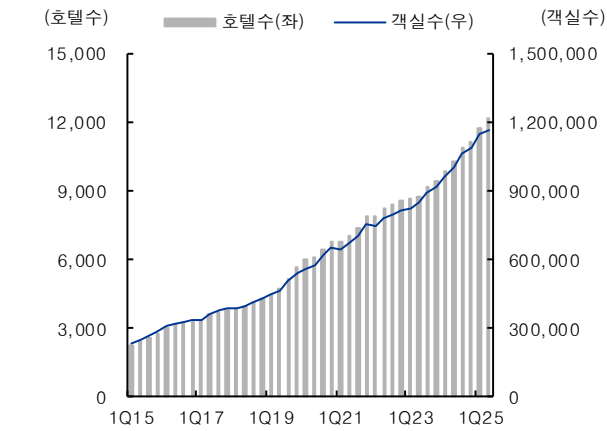
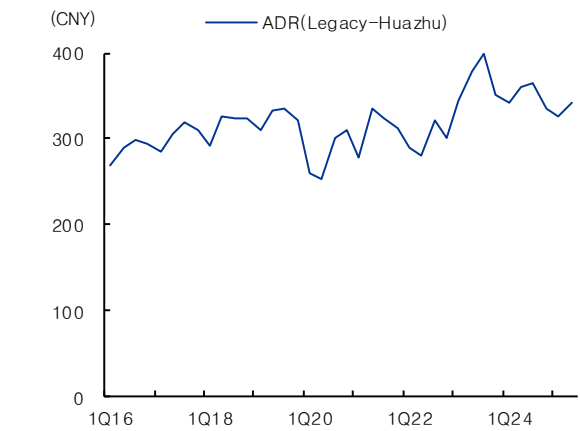


그림 87. Huazhu 호텔수 및 객실수 추이



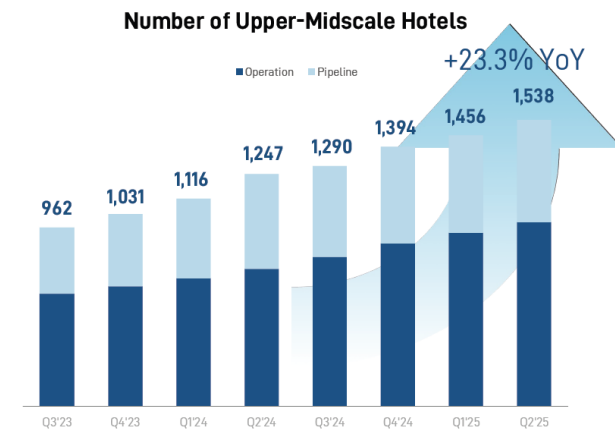
자료: Huazhu, IBK투자증권

그림 88. Huazhu 호텔 ADR 추이



자료: Huazhu, IBK투자증권

그림 89. Huazhu 그룹 3~4성급 호텔 확대



자료: Huazhu, IBK투자증권

그림 90. Huazhu 그룹 3~4성급 호텔 브랜드 전략



자료: Huazhu, IBK투자증권

3. 외국인 수요 급증하는 부산

(1) 부산호텔시장 특징 3가지:

① 높은 내국인 비중, ② 지역경제, ③ 로컬업체 강세

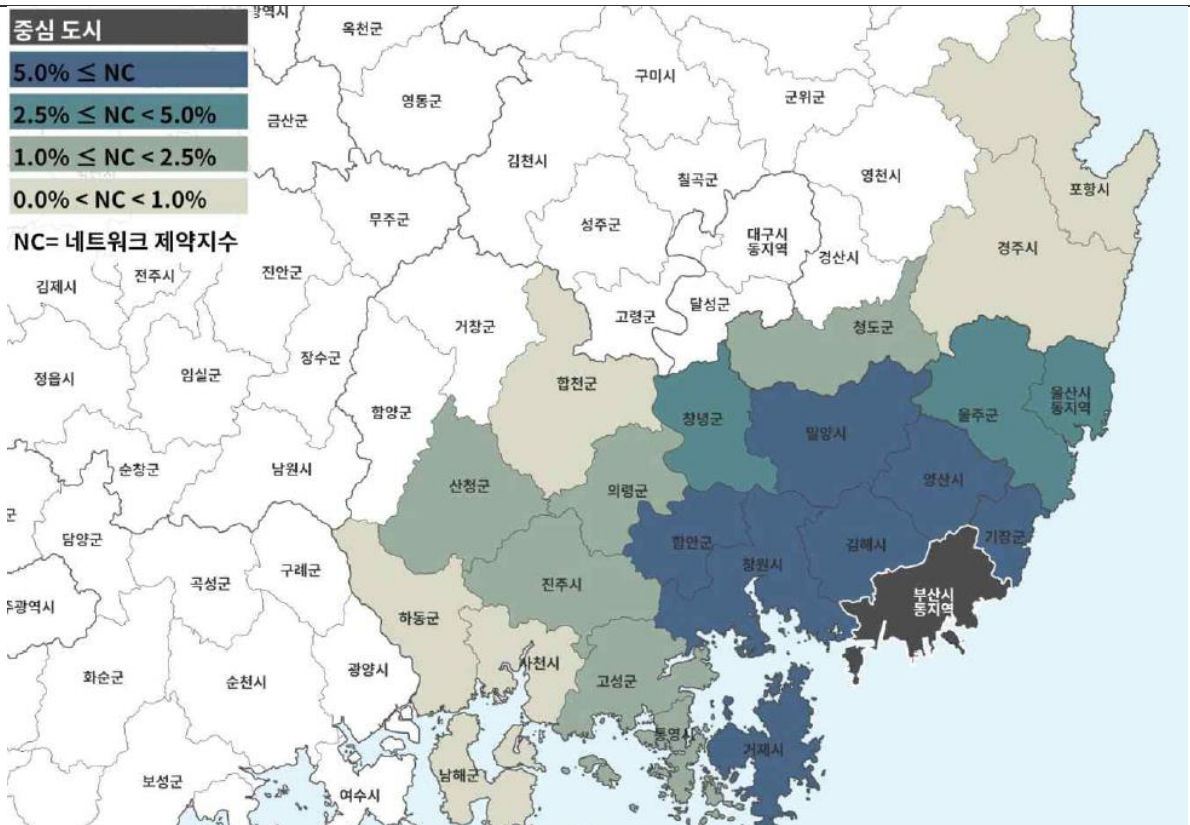
부산호텔은 내국인 중심
외국인 수요는 주로 일본

부산호텔시장은 내국인과 외국인 비중 차이가 분명히 존재하며, 내국인 의존도가 타 지역에 비해 상대적으로 높은 특징을 가졌던 시장이다. 2017년부터 2023년까지(코로나 기간 2020~2021년 제외) 내국인 투숙율 비중은 74.9%로 전국 평균대비 높은 수준을 유지하고 있다. 이는 부산 시장이 전통적으로 내국인이 주도하는 시장으로 외국인 수요가 크지 않았기 때문이다. 부산의 외국인 수요는 전통적으로 일본인이 그리고 구도심을 중심으로 형성된 것으로 알려져 있다.

내국인 중심 부산의 특징
1) 자동차, 조선 등 경기연동
2) 높은 내국인 투숙 비중
3) 동남권 관광수요 흡수

부산호텔시장은 지역적 특성상 자동차/조선/중공업 경기에 상당히 민감한 구조를 가지고 있었다. 그러한 이유는 1) 주변지역이 자동차/조선/중공업 단지로 구성되어 있어 내국인관광객 수요와 직결되고, 2) 상대적으로 내국인관광객 비중이 높으며, 3) 동남권을 대표하는 주요 관광지이기 때문이다. 전통적으로 부산호텔시장은 산업단지 수요와 직결되기에 조선 및 자동차 업황에 따라 결정되고, 레지던스 형태의 호텔이 주를 이루었다. 또한, 가족단위 바캉스 수요가 높아 전통적인 호텔보다는 펜션 및 기타 숙박시설이 발달하였고, 분양호텔 중심으로 공급이 빠르게 이루어졌던 것으로 분석된다.

그림 91. 부산지역 출근통행 영향권 범위



자료: 국토연구원(권규상 외 2인), IBK투자증권

그림 92. 연도별 부산 호텔 내국인 비중

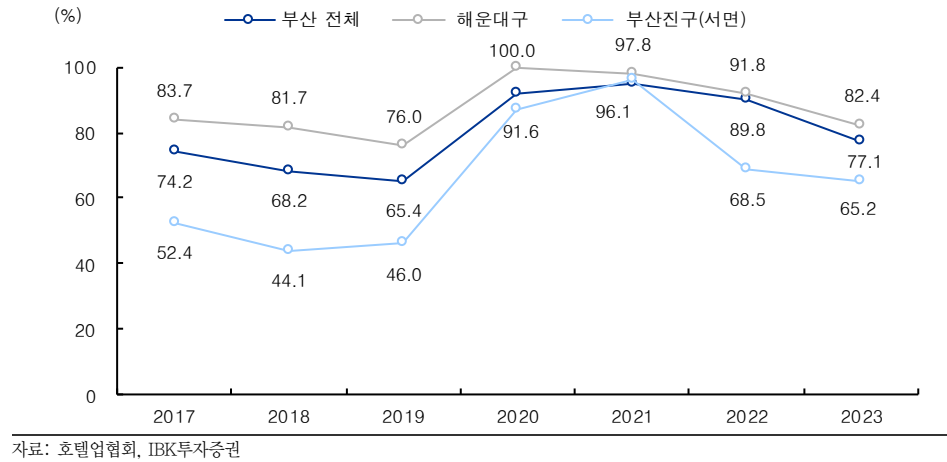


표 19. 국내 주요 지역 숙박업종별 객실 분포

(단위: 개)

구분	서울		부산		제주		전국	
	객실수	비중	객실수	비중	객실수	비중	객실수	비중
관광호텔	56,393	51.5%	13,806	20.9%	17,704	28.5%	147,453	16.7%
일반호텔 및 여관업(모텔 등)	39,994	36.5%	36,168	54.8%	19,376	31.2%	502,922	57.1%
생활숙박업(레지던스 등)	8,677	7.9%	10,019	15.2%	17,928	28.9%	150,614	17.1%
숙박업 기타(분양형호텔 등)	1,358	1.2%	4,147	6.3%	1,295	2.1%	33,966	3.9%
휴양콘도미니엄	432	0.4%	1,167	1.8%	5,300	8.5%	31,584	3.6%
여인숙업	2,690	2.5%	709	1.1%	500	0.8%	14,308	1.6%
합계	109,544	100%	66,016	100%	62,103	100%	880,847	100%

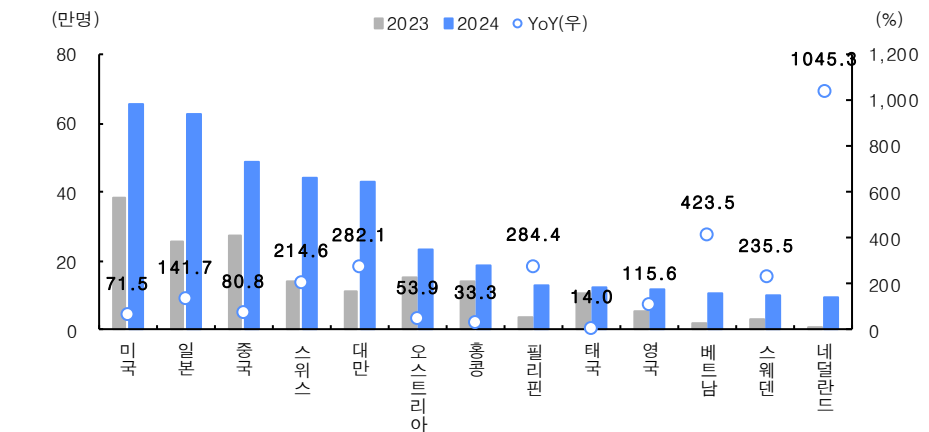
자료: 행정안전부, IBK투자증권

[2] 부산호텔 외국인 수요 급증: 외국인 수요 급격한 팽창

최근 외국인 유입 확대로
부산 호텔시장 변화

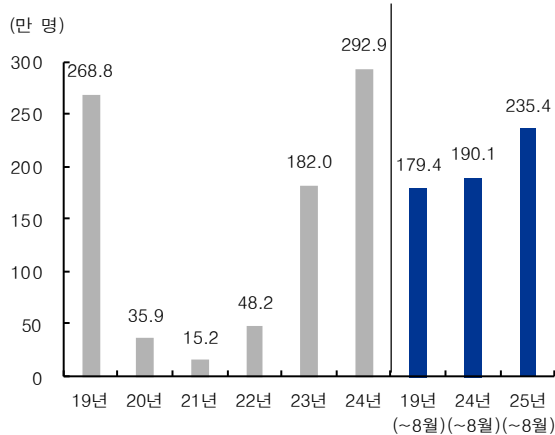
당사에서 부산호텔 시장의 변화에 주목하고 있다. 그러한 이유는 내국인 중심에서 외국인으로까지 확대되고 흐름이 목격되고 있기 때문이다. 2024년 외국인 방문객은 482만 4,846명으로 전년대비 +118.1% 증가하였다. 2024년 1월부터 외국인 방문객은 급격하게 증가하였고, 계절적 성수기와 무관하게 안정적인 수요를 보여주고 있다. 특히, 주목되는 부분은 외국인 방문객 중 미국과 영국 등 다양한 국적의 외국인 방문객이 증가하고 있다는 점이다. 2024년 외국인 방문객 1위는 미국으로 약 65만명(전년대비 +71.5%)이 방문하였다. 이외에도 스위스, 오스트리아, 태국, 영국, 베트남 등 방문객 국적이 다변화되고 있고, 각 국가별 성장률은 +14.0%~+1,045%에 이르는 것으로 분석된다.

그림 93. 부산 방문 외국인 관광객 추이(2023 vs. 2024)



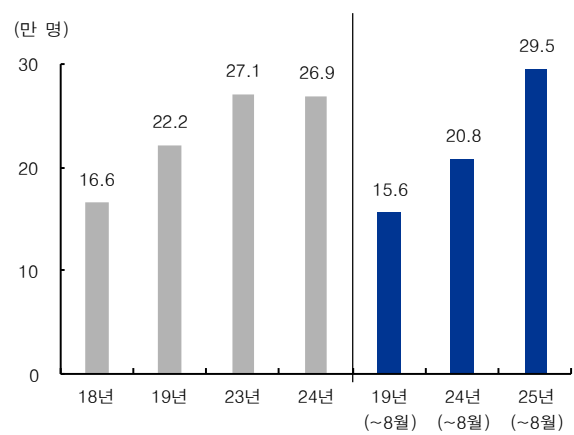
자료: 부산관광공사, IBK투자증권
주: 통신데이터 기반

그림 94. 연도별 부산 외국인 관광객 추이(공항+항만 등)



자료: 한국관광공사, IBK투자증권

그림 95. 연도별 부산 외국인 관광객 추이(크루즈)



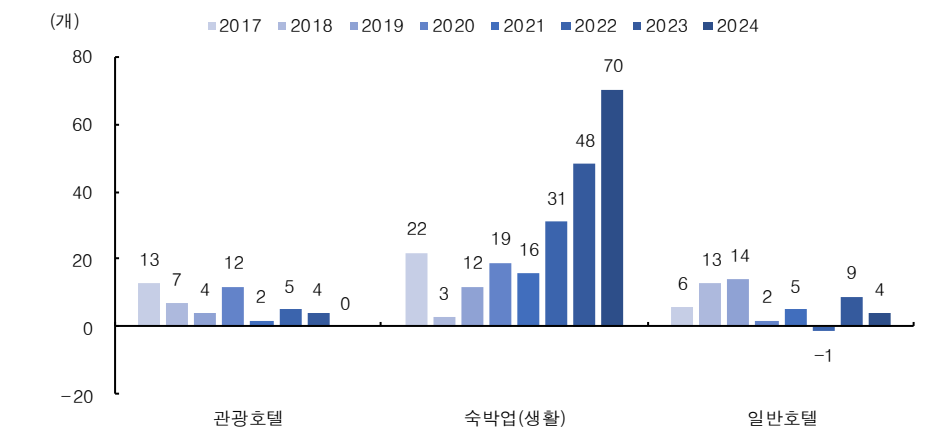
자료: 한국관광공사, IBK투자증권

[3] 공급은 어떻게? 호텔보다는 숙박업(생활) 비중 빠르게 증가

부산지역 공급은 외국인 수요에 대응하여 증가 중

부산 호텔 시장은 공급은 지속적으로 증가하고 있다. 2021년 이후 내국인과 외국인 수요 증가를 대응키 위해 관련 시설이 빠르게 증가하기 시작하였고, 상대적으로 인허가가 수월한 생활형 숙박시설 공급이 증가한 것으로 추정한다. 2024년 총 숙박업종 증가수는 94개로 2023년 87개대비 증가하였고, 2022년 71개와 비교할때도 빠르게 상승 중이다. 전체적으로 공급물량 증가가 확산되고 있는 추세로 수요 증가가 이어지면서 공급도 증가한 것으로 추정한다.

그림 96. 부산 주요 숙박시설 연도별 순증 추이



자료: 호텔업협회, IBK투자증권

숙박공급 증가에도 긍정적

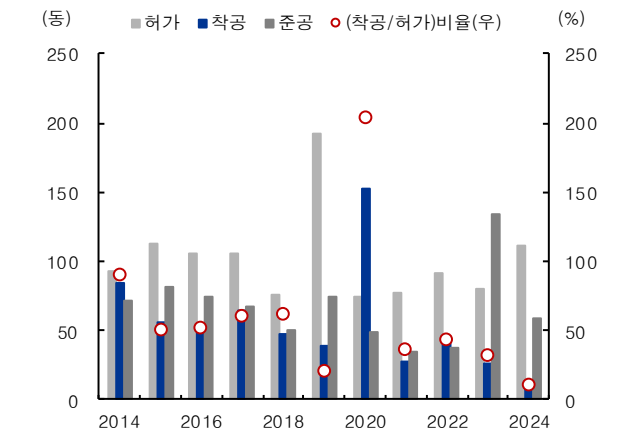
- 1) ADR, OCC 견조
- 2) 호텔 공급은 제한적
- 3) 외국인은 주로 호텔 투숙

외국인 80% 이상 호텔 선호, 생활형숙박(레지던스 등) 공급 증가 영향은 제한적

공급 증가에도 불구하고 부산 호텔 시장을 부정적으로 해석하지는 않는다. 그렇게 판단하는 근거는 1) 숙박시설 공급 물량이 급격하게 증가함에도 불구하고 ADR과 OCC 하락폭이 크지 않고, 2) 일반호텔 공급 물량 증가는 제한적이라는 점과, 3) 외국인 방문객이 주로 이용하는 숙박시설이 호텔이기 때문이다.

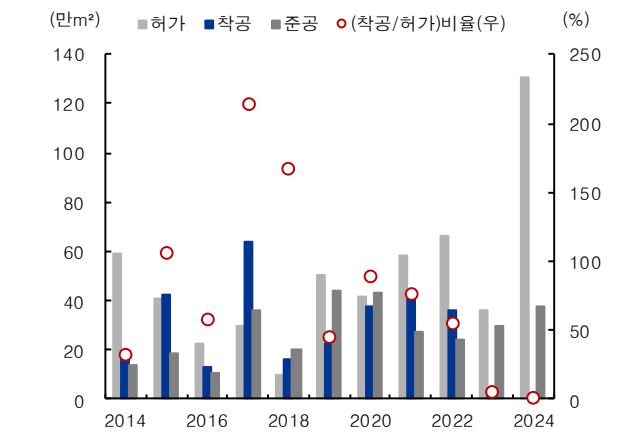
부산을 방문하는 외국인 숙박시설 중 2~3성급 호텔에 대한 선호도는 62.9%, 4~5성급 호텔의 경우 17.0%를 차지하고 있다(중복대답). 호텔에 대한 수요가 압도적인 것으로 공유숙박 및 기타 업소의 경우 관련 비중은 20% 수준에 불과하다. 이는 외국인과 내국인 시장이 상이하게 형성되어 있다고 볼 수 있는 부분이다. 현재 부산시장은 외국인 수요가 급증하고 있다. 외국인 수요가 호텔에 몰린다는 점을 고려할 생활형 숙박시설 공급 증가에 따른 영향은 크지 않을 것으로 분석한다.

그림 97. 부산 연도별 숙박시설 건축추이(동수 기준)



자료: 세움터, IBK투자증권

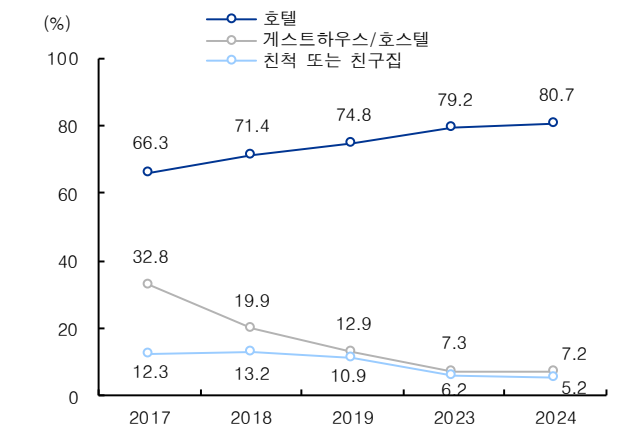
그림 98. 부산 연도별 숙박시설 건축추이(연면적 기준)



자료: 세움터, IBK투자증권

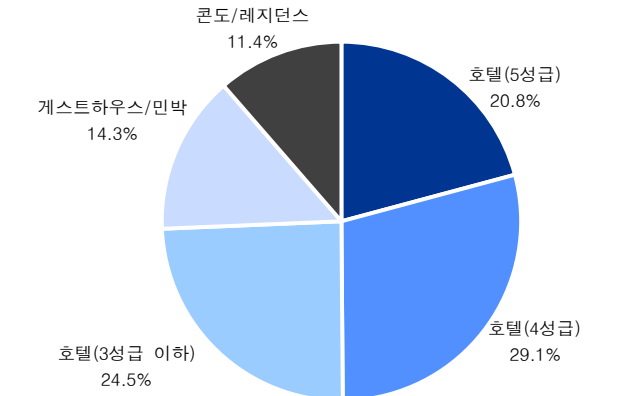
주: 2024년 부산 강서구 명지동 명지지구 복합 5블록(명지신도시), 지하 6층~지상 40층 규모 레지던스(생활형숙박시설) 10개동 3,200호 건축허가(연면적 1,167,327m²)

그림 99. 부산 외국인관광객 이용 숙박시설



자료: 문화체육관광부, IBK투자증권

그림 100. 부산 방문 의향자의 희망 숙박 형태(2024년)

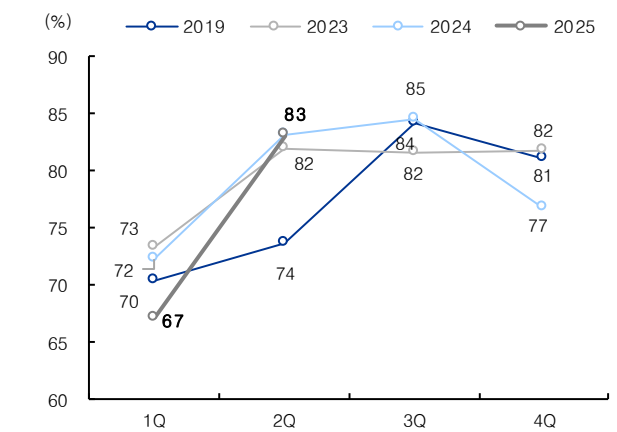


자료: 한국관광공사, IBK투자증권

부산 파라다이스 호텔 실적은 우상향 지속

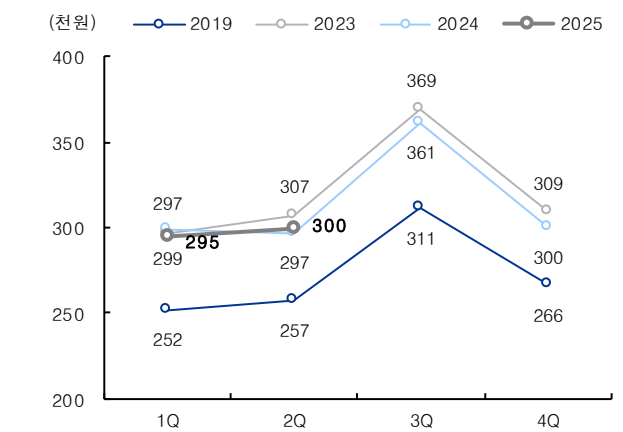
이는 실제 수익성 지표에서 증명해주고 있다. 2022년~2025년 2분기까지 파라다이스 호텔 부산의 수익성 지표는 우상향하는 추세가 유지되고 있다. 1분기 기준으로 비교해 보면 2022년 투숙율은 62.9%, ADR은 29.2만원 수준이었으나, 2025년 투숙율은 67.1%, ADR은 29.5만원으로 상승하였다. 세부적으로 보면 2023년 이후 회복된 수익성 지표가 유지되고 있는 것으로 볼 수 있다. 2025년 2분기부터는 오히려 수익성 지표가 개선되는 추세로 전환되었다. 2분기 RevPAR는 전년동기대비 +1% 증가하였고, ADR이 성장을 이끌었다. 2024년 공급물량 증가가 이루어졌다는 점을 감안하면 의미 있는 실적으로 평가한다.

그림 101. 부산 파라다이스 호텔 OCC 추이



자료: 파라다이스, IBK투자증권

그림 102. 부산 파라다이스 호텔 ADR 추이



자료: 파라다이스, IBK투자증권

주변 호텔도 유사한 분위기로 파악된다. 2025년 현재 기준 4성급 호텔인 신라스테이 ADR은 전년대비 미드싱글 수준으로 성장하고 있고, 5성급 호텔(시그니엘, 그랜드조선, 웨스틴 조선 등)의 경우에도 ADR 혹은 OCC가 개선되는 것으로 알려져 있다. 서울 대비 관련폭은 크지 않지만, 외국인 수요 증가에 따른 영향이 부산 해운대 시장에도 영향을 미치고 있는 것으로 판단한다.

(4) 기대할 수 있는 변화? 브랜드 업체들 지배력 확대 예상

부산 호텔 외국인 비중은
빠르게 증가

부산호텔시장 특히 해운대의 경우 글로벌 업체보다는 로컬업체 비중이 상대적으로 높다. 주요 호텔들의 내국인 투숙율은 등급별로 차이가 있지만, 약 30(외국인): 70(내국인) 비중을 형성하고 있는 것으로 파악된다. 서울에 비하면 낮은 수치이지만, 2024년 주요 호텔들의 내국인 비중이 80%를 상회하였다는 점을 감안하면 외국인 비중 증가 속도는 상당히 빠르게 이루어지고 있다는 판단이다.

외국인 수요는 레저와
MICE 수요가 견인

외국인 비중 증가는 레저와 MICE(Meeting, Incentive, Convention, Exhibition) 수요가 견인하는 것으로 분석한다. 그렇게 생각하는 근거는 부산 시장이 서울과는 다르게 레저 + 비즈니스 수요가 결합된 구조로 형성되어 있기 때문이다. 부산관광공사와 부산시의 적극적인 노력과 다양한 행사를 유치할 수 있는 인프라(벡스코 등) 구축이 주요 성장 요인으로 작용하고 있다. 특히, 올해의 경우 APEC 등 대규모 국제행사 실시로 MICE 수요는 증가하고 있는 추세이다.

표 20. 부산 BEXCO 개요

구분	개장시기	용도	규모	연면적
제 1전시장	2001년 9월	전시, 세미나	지하 1층, 지상 7층	26,508m ²
제 2전시장	2012년 6월	전시, 세미나	지하 2층, 지상 5층	19,872m ²
오디토리움	2012년 6월	공연, 대회	지하 2층, 지상 5층	29,728m ²
누리마루	2005년 9월	회의장	지상 3층	2,333m ²
제 3전시장(예정)	2028년(목표)	전시, 세미나	지하 1층, 지상 4층	24,150m ²
합계				70,530m ²

자료: BEXCO, IBK투자증권

표 21. 부산 BEXCO 역대 주요 행사

날짜	행사명
2002.12	2002년 FIFA 한일 월드컵 조추첨
2005.11	APEC 정상회의
2009.10	제 3차 OECD 세계포럼(130개국 참가)
2011.11	세계개발원조총회
2012.09	국제물협회(IWA) 세계물회의(130개국 참가)
2014.12	한-아세안 특별정상회의
2017.09	ITU텔레콤월드
2018.05	아프리카개발은행(AFDB) 연차총회
2018.07	세계미술올림픽
2019.11	한-아세안 특별정상회의
2024.02	부산세계탁구선수권대회

자료: BEXCO, IBK투자증권

부산 브랜드 업체들의
시장 지배력 확대 전망

부산 시장의 특성을 고려할 경우 브랜드 업체들의 시장 지배력은 확대될 것으로 전망한다. 그렇게 분석하는 이유는 1) MICE 수요가 지속적으로 높아지고 있고, 2) 외국인 수요 회복이 빠르게 이루어지고 있으며, 3) 내국인 소비계층 다변화에 따라 운영 경쟁력이 높은 브랜드 업체들을 선택할 가능성이 높기 때문이다.

MICE 운영 가능한
숙박시설(호텔)은 제한적

1) MICE 행사를 진행하기 위해서는 ▶ 일정 등급 이상의 호텔 컨디션을 유지해야 하고, ▶ 소규모 미팅 및 컨퍼런스를 진행할 수 있는 공간을 제공해야 한다. 부산시장 전체적으로 숙박시설이 증가하고 있지만, 대부분이 생활형숙박시설이라는 점을 고려할 때 이를 제공할 수 있는 브랜드 업체들은 제한적인 상황이다.

외국인 관광객은 글로벌
호텔 브랜드 선호

2) 호텔운영업체 입장에서 글로벌 브랜드를 선택하는 이유는 크게 2가지이다. 내국인 수요를 유지하는 것보다 외국인을 유치하는데 있어 유리한 구조를 가지고 있고, 객실투숙을 증가를 통해 향후 자산가치 상승까지 기대하기 때문이다. 하지만, 부산호텔시장의 경우 해운대를 제외한 외국인관광객 유입이 제한적이고, 호텔시장이 구시가지, 서면, 해운대로 분리되어 있다는 점을 감안할 때 글로벌 브랜드 업체들의 선호도는 크지 않았던 것으로 분석된다.

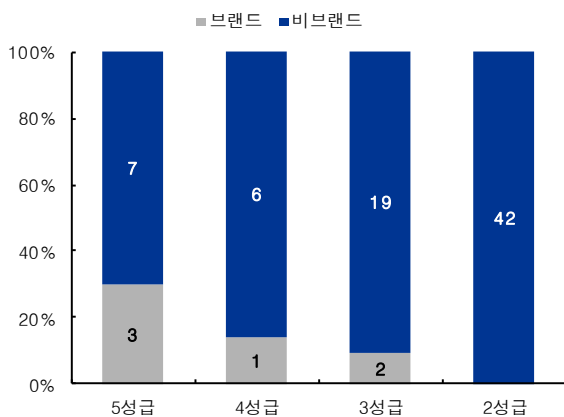
브랜드 업체들과 비브랜드
업체들의 ADR은 상이

하지만, ▶ 외국인 비중이 급격하게 증가하고 있고, ▶ 이들의 소비여력이 상대적으로 높다는 점에서 브랜드 업체들의 점유율 확대 가능성은 높아질 전망이다. 실제 주요 OTA업체들을 통해 알아본 브랜드 업체와 비브랜드 업체들의 ADR은 큰 차이가 나는 것으로 분석된다.

외국인 관광 선호에 따라
모객과 서비스 대응 중요

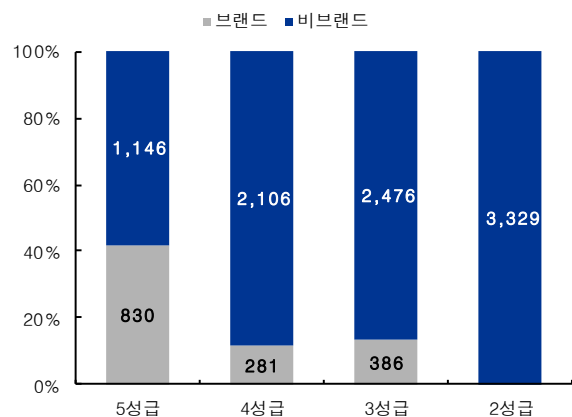
또한, 외국인이 선호하는 관광지인 광안리, 해운대 등을 중심으로 수요가 몰리는 만큼 지역별로도 차이가 나타날 가능성이 높다. 서울과 달리 환경적 영향이 높은 지역일수록 외국인 선호도가 높은 것으로 분석되기 때문이다. 이는 전통적인 부산호텔시장의 모습은 아니다. 즉, 과거와 다른 형태를 보이는 것으로 상대적으로 모객능력과 서비스 대응능력이 높은 업체들로 재편될 가능성이 높다는 의미이다.

그림 103. 부산 성급별 브랜드 호텔 수 및 비중



자료: 호텔업등급관리국, IBK투자증권

그림 104. 부산 성급별 브랜드 호텔 객실수 및 비중



자료: 호텔업등급관리국, IBK투자증권

[부산 주요호텔 실제 OTA 예약요금 비교]

그림 105. 부산 주말(2025.12.06(토)~07(일)) 호텔 성급별 예약가격/ □:글로벌 브랜드

부산호텔 5성급	부산호텔 4성급	부산호텔 3성급 미만
롯데 호텔 부산 (Lotte Hotel Busan) ★★★★★ 9.0 최고 ₩379,335 1박 요금(세금 및 봉사료 포함) 이용후기 14837건 웨스턴 조선호텔 부산 (The Westin Josun Busan) ★★★★★ 8.9 우수 ₩435,600 1박 요금(세금 및 봉사료 포함) 이용후기 3196건 파라다이스 호텔 부산 (Paradise Hotel Busan) ★★★★★ 9.1 최고 ₩467,845 1박 요금(세금 및 봉사료 포함) 이용후기 11573건 파크 하얏트 부산 (Park Hyatt Busan) ★★★★★ 9.0 최고 ₩550,000 1박 요금(세금 및 봉사료 포함) 이용후기 3756건 아난티 옛 부산 코브 (Ananti at Busan Cove) ★★★★★ 8.8 우수 ₩584,100 1박 요금(세금 및 봉사료 포함) 이용후기 9270건	코모도 호텔 부산 (Commodore Hotel) ★★★★ 8.3 우수 ₩99,138 1박 요금(세금 및 봉사료 포함) 이용후기 7467건 라마다 앙코르 바이 윈덤 부산 해운대 (Ramada Encore by Wyndham Busan Haeundae) ★★★★★ 8.7 우수 ₩171,000 1박 요금(세금 및 봉사료 포함) 이용후기 14569건 마티에 오시리아 (MATIE Osiria) ★★★★ 8.7 우수 ₩173,623 1박 요금(세금 및 봉사료 포함) 이용후기 2454건 L7 해운대 바이 롯데호텔 (L7 HAEUNDAE by LOTTE HOTELS) ★★★★★ 9.1 최고 ₩273,240 1박 요금(세금 및 봉사료 포함) 이용후기 5284건 신라스테이 부산 해운대 (Shilla Stay Busan Haeundae) ★★★★★ 8.7 우수 ₩316,066 1박 요금(세금 및 봉사료 포함) 이용후기 18330건	토요코 인 부산 서면 (Toyoko Inn Busan Seomyeon) ★★★★ 8.7 우수 ₩88,862 1박 요금(세금 및 봉사료 포함) 이용후기 5007건 토요코 인 부산 해운대 2 (Toyoko Inn Busan Haeundae 2) ★★★★ 8.7 우수 ₩88,961 1박 요금(세금 및 봉사료 포함) 이용후기 10709건 베스트웨스턴 해운대 호텔 (Best Western Haeundae Hotel) ★★★★ 8.6 우수 ₩133,000 1박 요금(세금 및 봉사료 포함) 이용후기 14575건 호텔포레 더 스파 (Hotel Foret The Spa) ★★★★ 8.5 우수 ₩148,054 1박 요금(세금 및 봉사료 포함) 이용후기 3250건

자료: AGODA, IBK투자증권

그림 106. 부산 평일(2025.11.25(화)~26(수)) 호텔 성급별 예약가격/ □:글로벌 브랜드

부산호텔 5성급	부산호텔 4성급	부산호텔 3성급
롯데 호텔 부산 (Lotte Hotel Busan) ★★★★★ 9.0 최고 ₩204,250 1박 요금(세금 및 봉사료 포함) 이용후기 14837건 파라다이스 호텔 부산 (Paradise Hotel Busan) ★★★★★ 9.1 최고 ₩240,042 1박 요금(세금 및 봉사료 포함) 이용후기 11573건 웨스턴 조선호텔 부산 (The Westin Josun Busan) ★★★★★ 8.9 우수 ₩254,100 1박 요금(세금 및 봉사료 포함) 이용후기 3196건 아난티 옛 부산 코브 (Ananti at Busan Cove) ★★★★★ 8.8 우수 ₩316,800 1박 요금(세금 및 봉사료 포함) 이용후기 9270건 파크 하얏트 부산 (Park Hyatt Busan) ★★★★★ 9.0 최고 ₩392,700 1박 요금(세금 및 봉사료 포함) 이용후기 3756건	마티에 오시리아 (MATIE Osiria) ★★★★ 8.7 우수 ₩83,495 1박 요금(세금 및 봉사료 포함) 이용후기 2454건 라마다 앙코르 바이 윈덤 부산 해운대 (Ramada Encore by Wyndham Busan Haeundae) ★★★★★ 8.7 우수 ₩95,000 1박 요금(세금 및 봉사료 포함) 이용후기 14569건 코올 씨클라우드 호텔 (Kolon Seacloud Hotel (Korea Quality)) ★★★★ 8.2 우수 ₩99,486 1박 요금(세금 및 봉사료 포함) 이용후기 4524건 신라스테이 부산 해운대 (Shilla Stay Busan Haeundae) ★★★★★ 8.7 우수 ₩134,746 1박 요금(세금 및 봉사료 포함) 이용후기 18330건 L7 해운대 바이 롯데호텔 (L7 HAEUNDAE by LOTTE HOTELS) ★★★★★ 9.1 최고 ₩150,920 1박 요금(세금 및 봉사료 포함) 이용후기 5284건	토요코 인 부산역 1 (Toyoko Inn Busan Station 1) ★★★★ 8.8 우수 ₩71,067 1박 요금(세금 및 봉사료 포함) 이용후기 14522건 토요코 인 부산 해운대 2 (Toyoko Inn Busan Haeundae 2) ★★★★ 8.7 우수 ₩73,862 1박 요금(세금 및 봉사료 포함) 이용후기 10709건 토요코 인 부산 서면 (Toyoko Inn Busan Seomyeon) ★★★★ 8.7 우수 ₩77,228 1박 요금(세금 및 봉사료 포함) 이용후기 5007건 호텔 엘본더스테이 (hotel Elbon The Stay) ★★★★ 8.3 우수 ₩114,770 1박 요금(세금 및 봉사료 포함) 이용후기 58건 호텔 라온 (Hotel Laon) ★★★★ 8.3 우수 ₩122,889 1박 요금(세금 및 봉사료 포함) 이용후기 501건

자료: AGODA, IBK투자증권

[5] 부산 시장은 더욱 견조해질 것으로 예상

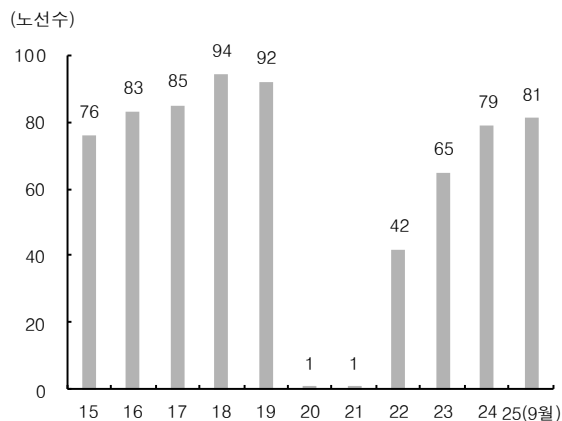
부산 펀더멘탈 강화 지속

- 1) 항공노선 대비 수요 확대
- 2) 중국인 무비자 효과
- 3) 호텔공급 28년까지 제한
- 4) 벅스코 증설에 따른 MICE 수요 확대

중장기적으로 부산 시장의 펀더멘탈은 더욱 강화될 것으로 예상된다. 그렇게 생각하는 이유는 1) 직항 노선이 과거 대비 적음에도 불구하고 외국인 수요가 빠르게 증가하고 있고, 2) 중국인 무비자 입국 허용에 따른 효과가 기대되며, 3) 생활형숙박시설 이외 공급물량은 2028년까지 제한적이며, 4) 벅스코 제3전시장 증설에 따라 향후 MICE 수요가 확대될 가능성이 높기 때문이다.

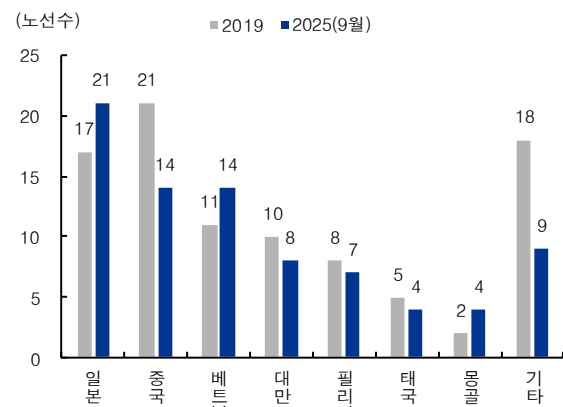
이미 부산의 경우 생활형숙박시설 공급 물량 증가가 미치는 영향은 제한적임을 증명하고 있다. 이에 4성급 이상의 호텔 공급이 이루어지지 않는 한 공급 사이드에서 미치는 영향은 크지 않을 것으로 분석한다. 현재 주요 5성급 호텔 공급 물량이 예정되어 있는 부분은 2026년 반얀트리 기장(195실), 2028년 신라모노그램 오시리아(호텔 238실, 휴양콘도미니엄 240실), 2030년 조선펠리스호텔 해운대 등이다. 내년 5성급 호텔 공급이 예정되어 있지만, 외국인 수요를 기대하기는 어려운 위치라는 점과 대부분이 회원제로 운영된다는 점에서 공급물량 증가에 따른 부담은 제한될 것으로 전망한다.

그림 107. 김해국제공항 국제선 노선 수 추이



자료: 한국공항공사, IBK투자증권

그림 108. 김해국제공항 국가별 항공노선 수



자료: 한국공항공사, IBK투자증권

표 22. 부산 BEXCO 주요 정기 행사

행사명	부산개최횟수	비고
부산 코믹월드	26회차	
국제조선 및 해양산업전	24회차	
G-STAR	21회차	
부산국제모터쇼	12회차	
부산국제철도기술산업전	12회차	
부산원아시아페스티벌	10회차	
부산국제보트쇼	10회차	
국제해양방위산업전	4회차	
기후산업국제박람회	3회차	2023년 KINTEX에서 이관
씨클차트 뮤직 어워드	2회차	2024년 이관, 비수도권 최초
월드 스마트시티 엑스포	1회차	2025년 KINTEX에서 이관

자료: BEXCO, IBK투자증권

표 23. 부산광역시 호텔 파이프라인 현황

구분	이름	지역	객실수	개관
5성급 (★★★★★)	반얀트리 해운대 부산	부산 기장군	195실	2026년 예정
	신라모노그램 부산	부산 기장군	478실	2028년 예정
	조선팰리스호텔 해운대	부산 해운대구	미정	2030년 예정
4성급 (★★★★)	(가칭)마티에 부산 호텔(북항)	부산 동구	미정	2026년 예정
	미정(광안리 해수욕장)	부산 사하구	401실	2028년 예정

자료: 언론보도, IBK투자증권

그림 109. 반얀트리 해운대 부산(기장) 조감도: 2026년 오픈 예정



자료: 언론보도, IBK투자증권

그림 110. 신라모노그램 부산(기장) 조감도: 2028년 오픈 예정



자료: 언론보도, IBK투자증권

4. 제주시는 선전, 서귀포는 부진

(1) 제주도 시장은 정체 중

제주도 관광시장은 내국인
수요 감소로 정체 중

제주도는 국내 여행수요가 가장 많이 몰리는 관광 지역으로 꼽을 수 있다. 이에 따라 여행과 관련된 산업 인프라는 지속적으로 확대되는 시장으로 평가할 수 있다. 하지만, 현재 제주도 시장은 외국인 수요 회복에도 불구하고 내국인 수요가 수년째 감소하는 구조로 전환되기 시작하면서 정체되고 있는 상황이다. 팬데믹 이후 제주도 시장은 내국인 여행객 회복으로 가파르게 성장하였다. 2021년 제주도 내국인 방문객수는 약 4,630만명으로 2020년 3,648만명 대비해서 약 +26.9% 증가하였고, 동 추세는 2022년까지 이어졌다. 하지만, 2023년부터 1) 제주도 고물가 논란, 2) 해외여행 재개에 따른 내국인 여행수요 이탈, 3) 높아진 항공운임 및 운항횟수 감소 여파로 내국인 입도객은 감소하는 추세로 전환되었다.

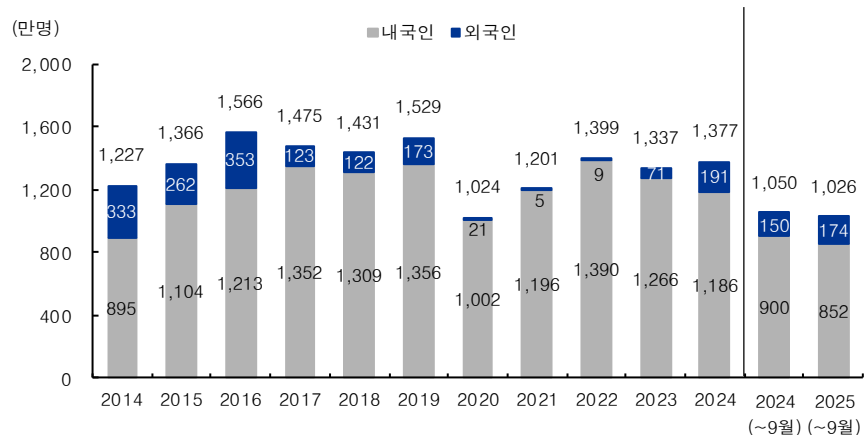
25년 9월 누적 입도객
내국인: 852만명(-5.4%)
외국인: 174만명(+15.6%)
합계: 1,026만명(-2.4%)

2024년 제주도를 방문한 입도객은 약 1,377만명으로 전년 1,337만명 대비 약 +3.0% 증가하였다. 내국인의 경우 1,186만명으로 전년 1,266만명 대비 -6.3% 감소하였고, 외국인인 191만명으로 전년 71만명 대비 +169% 증가하였다. 2023년부터 내국인은 감소하고 외국인은 증가하는 추세로 전환된 것이다. 올해에도 유사한 흐름은 이어지고 있다. 9월 누적 기준으로 보면 내국인 입도객은 전년동기간대비 -5.4% 감소한 852만명, 외국인은 전년동기대비 +15.6% 상승한 174만명을 기록 중이다.

타 지역 대비
부진한 제주 호텔 성과

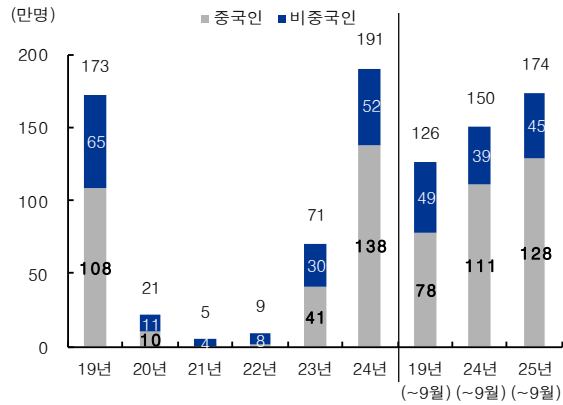
제주도 시장은 내국인이 감소하면서 수익성 지표는 타 지역대비 부정적인 흐름이 이어지고 있다. 2023년 기준 2016년 하고 비교할 때 타 지역 RevPAR는 평균 +32.0% 상승했지만, 제주도의 경우 약 +16% 증가하는데 그쳤다. ADR 상승률도 타 지역에 비해서 낮은 수준으로 형성되어 있다.

그림 111. 연도별 제주도 입도객 추이



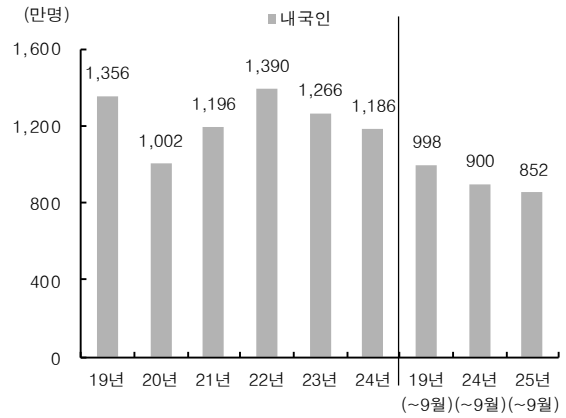
자료: 제주관광협회, IBK투자증권

그림 112. 연도별 제주도 외국인 입도객 추이



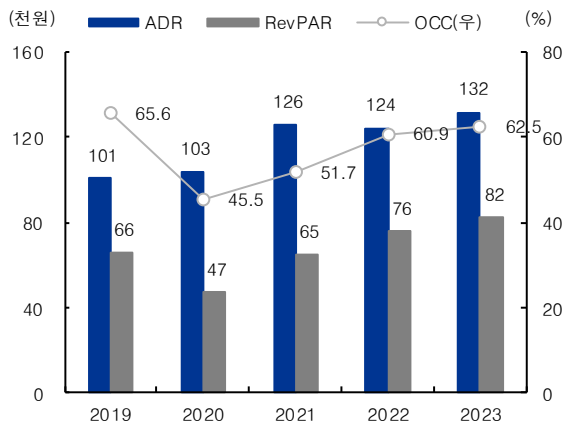
자료: 제주관광협회, IBK투자증권

그림 113. 연도별 제주도 내국인 입도객 추이



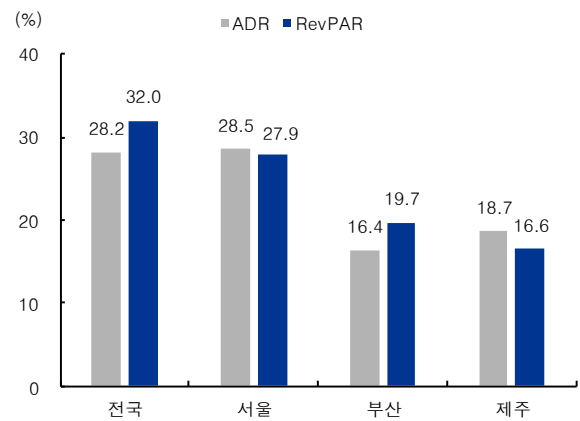
자료: 제주관광협회, IBK투자증권

그림 114. 국내 OCC, ADR, RevPAR 추이(제주)



자료: 한국호텔업협회, IBK투자증권

그림 115. 2016년 대비 지역별 호텔업 지표 상승률



자료: 한국호텔업협회, IBK투자증권

[2] 제주도는 내국인과 외국인 수요가 상이

내국인 감소, 외국인 증가로
제주시는 호조
서귀포시는 부진

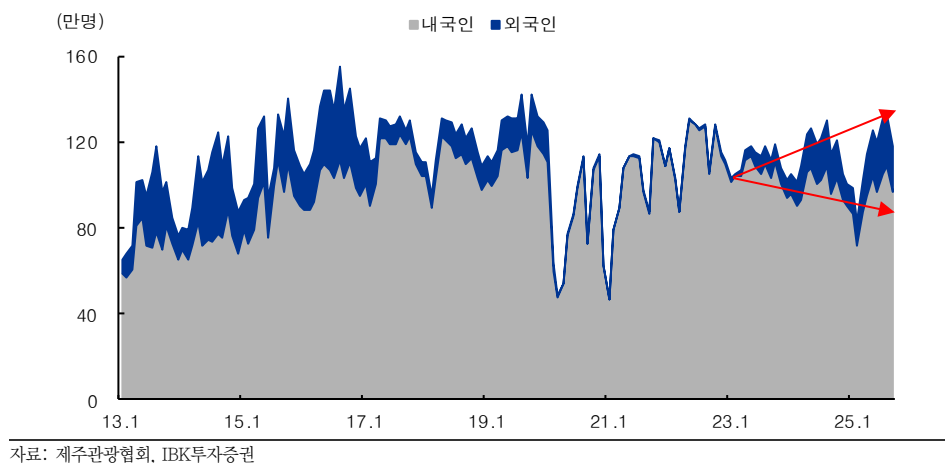
전체적인 성과가 타 지역대비 부진한 가운데, 제주도 안에서도 시장의 분위기는 상이한 흐름을 보이고 있다. 외국인 입도객 증가(↑), 내국인 입도객 감소(↓)로 인해 제주시는 상대적으로 안정적 실적을 나타내고 있는 반면, 서귀포시의 경우 부정적인 것으로 파악된다. 그러한 이유는 제주시가 외국인이라면 서귀포시는 내국인이 이끄는 시장이라는 특성을 가지고 있기 때문이다.

제주도의 경우 지리적으로 면적이 넓고, 오랫동안 내국인 관광을 중심으로 개발되었다. 이에 렌터카를 활용한 여행 문화가 형성되었고, 서귀포를 중심으로 주요 관광지가 발달된 특징을 가진다. 외국인의 경우 상대적으로 대중교통을 이용해 여행을 즐기는 수요가 많을 수 밖에 없다. 또한, 최근 비중국인 비중 확대와 FIT(자유여행) 여행객 증가가 이루어졌다는 점을 감안하면 제주시에 대한 여행 수요는 견조한 것으로 판단한다. 앞서 언급했듯이 내국인 입도객은 감소하는 추세이다. 서귀포의 위치를 고려할 경우 내국인 수요 감소에 따른 영향을 받을 수 밖에 없다는 판단이다.

제주신라호텔(서귀포) 매출액
2023: 764억원(-15.3%)
2024: 723억원(- 5.4%)
1H25: 297억원(-14.4%)

이는 주요 호텔업체 실적에서도 목격된다. 호텔신라의 제주호텔 실적은 부진한 추세가 이어지고 있다. 2023년 매출액은 전년대비 -15.3% 감소한 764억 원, 2024년 매출액은 723억 원(전년대비 -5.4%), 2025년 상반기 매출액은 297억 원으로 전년동기대비 -14.4% 감소하였다. 3년 연속 부진한 흐름이 이어지고 있는 것이다. GS피앤엘이 운영하고 있는 파르나스 제주도 유사한 상황이다.

그림 116. 월별 제주도 입도객 추이



자료: 제주관광협회, IBK투자증권

[3] 제주도 시장 훈풍으로 전환 임박

제주도 시장 개선 시나리오

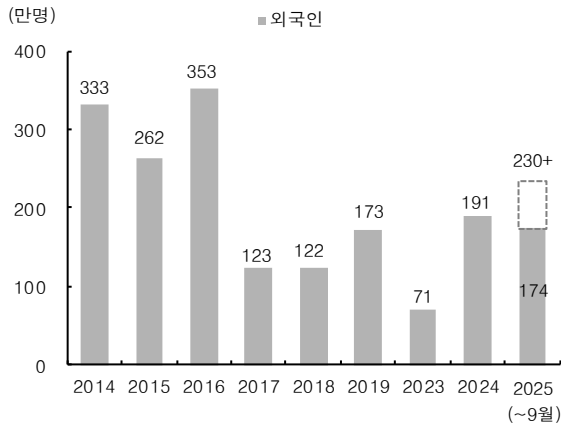
- 1) 외국인 증가 낙수효과
- 2) 내국인 수요 회복
- 3) 공급물량 감소

외국인 입도객 역대 최대
근접(2017년 이후 최대)

제주도 시장은 언제쯤 개선될 수 있을까? 당사에서는 제주도 시장의 개선 가능성을 높게 점치고 있다. 그러한 이유는 크게 3가지이다. 첫째, 외국인 수요 확대에 의한 낙수 효과, 둘째, 내국인 수요의 회복, 셋째, 공급물량 감소에 따른 효과를 기대할 수 있기 때문이다.

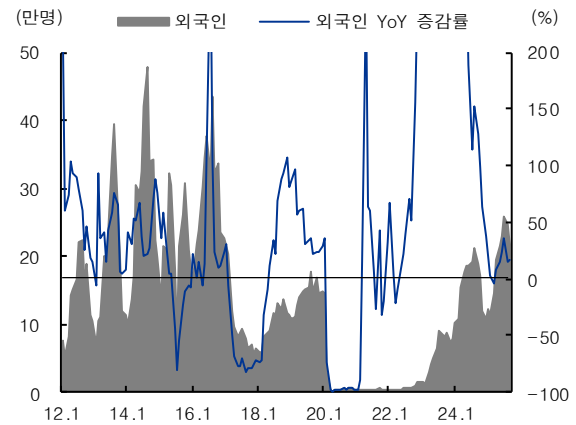
첫째, 외국인 수요 증가에 따른 낙수 효과이다. 외국인 입도객은 역대 최대 수준에 근접하고 있다. 방한 중국인 수요가 본격화되었던 2016년 이전을 제외하면 역대 최대 수준을 기록하고 있고, 2025년 9월 누적기준 174만명으로 전년동기간대비 +15.6% 성장하고 있다. 이러한 점을 고려하면 올해에는 약 230만명 이상이 방문할 가능성이 높다. 올해 내국인 입도객은 약 1,100만명 수준으로 추산되며, 전체 입도객은 약 1,330만명으로 추정된다.

그림 117. 연도별 제주도 외국인 입도객



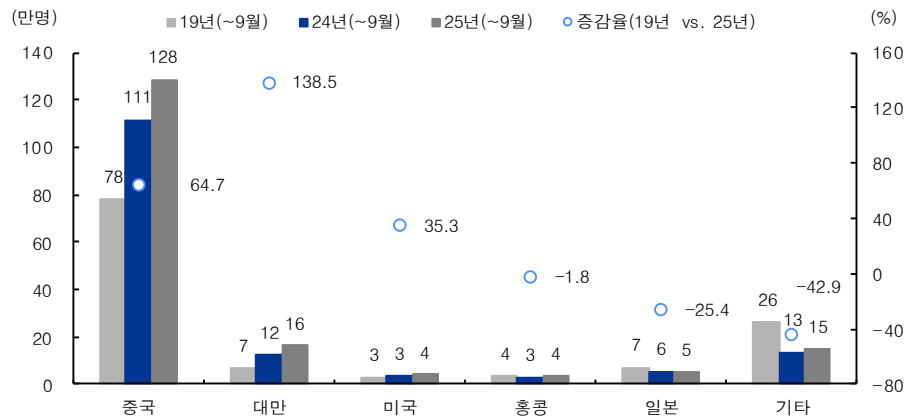
자료: 제주관광협회, IBK투자증권

그림 118. 월별 제주도 입도객 추이(외국인)



자료: 제주관광협회, IBK투자증권

그림 119. 9월 누적 제주도 방문 외국인 관광객 변화(주요국별)

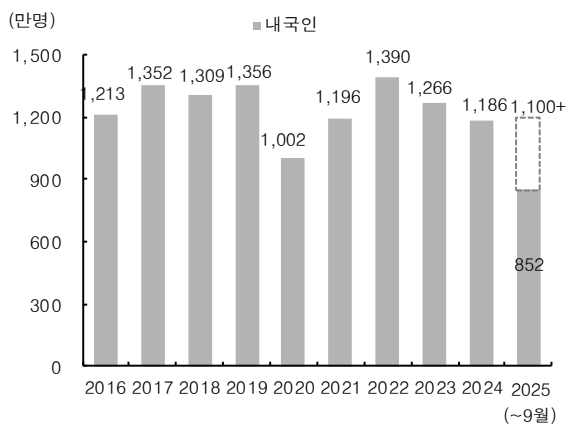


자료: 제주관광협회, IBK투자증권

내국인 감소세 둔화
수요 회복 가능성

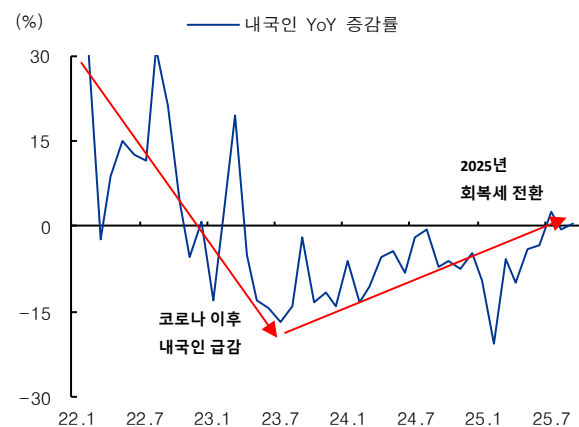
둘째, 내국인 수요의 회복 가능성이 높아 보인다. 내국인 수요는 코로나 이후 반짝 회복세를 보이다가 2023년부터 감소세로 전환되었다. 하지만, 3분기부터 점진적으로 개선되는 추세를 보이고 있다. 7월 내국인 입도객은 전년동월대비 +2.7% 증가하였다. 7월 데이터로 추세 전환으로 보는 것은 합리적이지 않다. 하지만, 내국인 입도객 감소세가 2분기로 접어들면서 점진적으로 완화되기 시작하였고, 상대적으로 7월 기저가 높았다는 점을 감안하면 긍정적인 시그널로 비춰지는 것은 사실이다. 참고로 9월 내국인 입도객도 전년동월대비 +0.6% 증가하였다.

그림 120. 연도별 제주도 내국인 입도객



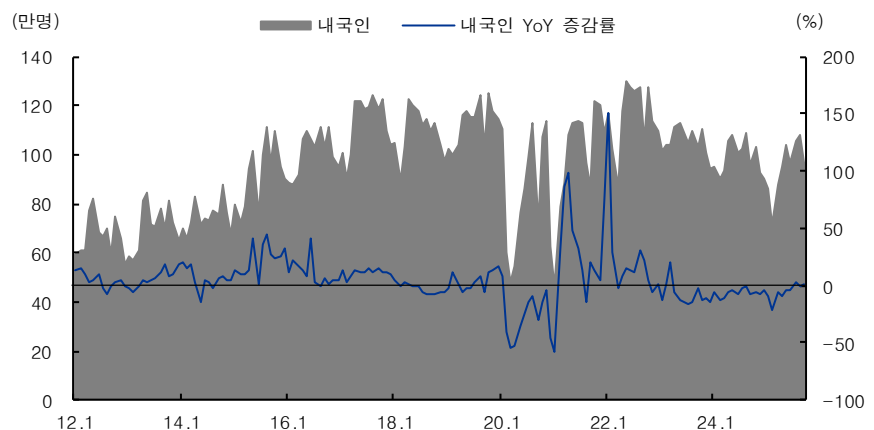
자료: 제주관광협회, IBK투자증권

그림 121. 월별 제주도 내국인 입도객 증감률(YoY)



자료: 제주관광협회, IBK투자증권

그림 122. 월별 제주도 입도객 추이(내국인)



자료: 제주관광협회, IBK투자증권

제주도 숙박시설 객실수
2023년 정점으로 감소

기존 증가도 대부분
게스트하우스 or 에어비앤비

셋째, 공급물량 감소에 따른 효과도 기대할 수 있다. 제주도 전체적으로 보면 숙박시설 객실수는 2023년을 정점으로 증가세는 멈춘 것으로 분석된다. 2023년 제주도 총 객실수는(호텔+생활숙박업+일반숙박업+기타 등등) 78,545개에서 2025년 9월 기준 78,372로 소폭 감소한 추세이다. 2024년 77,954개 대비 소폭 증가했지만, 게스트하우스와 에어비앤비 채널을 중심으로 증가한 것이다. 하지만, 이는 일시적인 부분으로 구조적 현상으로 해석하기는 어렵다. 전문 숙박시설의 경우 2020년 이후 추세적으로 감소하는 양상을 보이고 있고, 2024년의 경우에도 숙박시설 중 호텔 폐점이 확대되는 것이 목격되고 있기 때문이다.

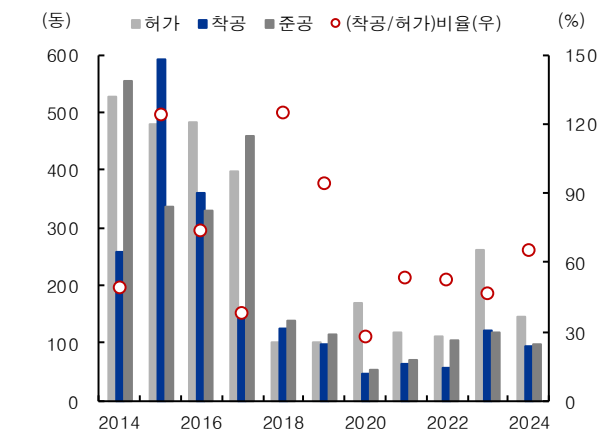
추가 공급 가능성 낮음
1) 내국인 성장 둔화
2) 서귀포 시장 부진
3) 높아진 건축비 부담

제주도는 서울과 마찬가지로 중국인 관광객 유입이 빠르게 확대되면서 호텔 공급 물량이 증가한 지역 중 하나이다. 이에 사드 및 코로나에 따른 업황 부진과 공급과잉을 겪으면서 실적 부진을 겪었던 지역이다.

공급에 대한 부담은 향후 완화될 가능성이 높다. 그러한 이유는 1) 주요 관광객인 내국인 성장이 저하된 가운데 공격적으로 파이프라인이 확대되기가 어렵고, 2) 서귀포 시장의 경우 수요 감소에 따라 부진한 영업환경이 이어지고 있기 때문이다. 또한, 3) 서울과 마찬가지로 높아진 건축비도 부담될 가능성이 높다.

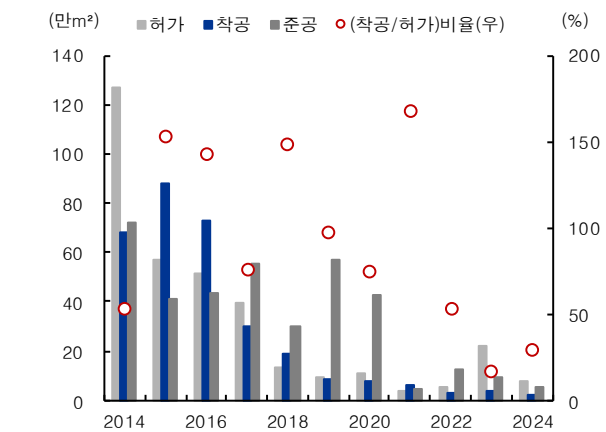
서귀포(중문 포함) 시장의 경우 올초 호텔 매물이 출회되고 있을 정도로 부진한 상황이 이어지고 있다. 이러한 현실을 고려할 때 단기적으로 호텔 공급을 늘리려고 하는 용기 있는 사업자는 나타나기는 어렵다는 판단이다.

그림 123. 제주도 연도별 숙박시설 건축추이(동수 기준)



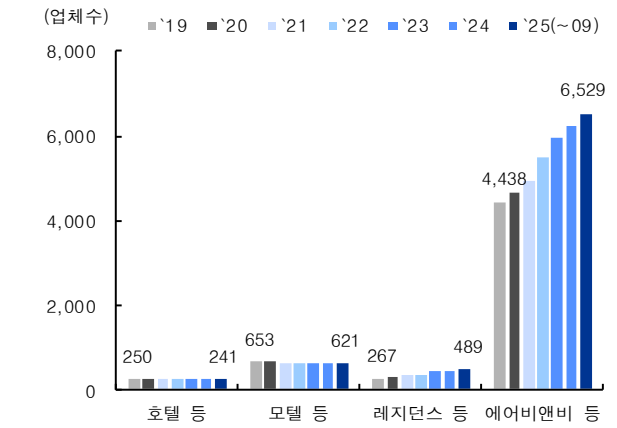
자료: 세움터, IBK투자증권

그림 124. 제주도 연도별 숙박시설 건축추이(연면적 기준)



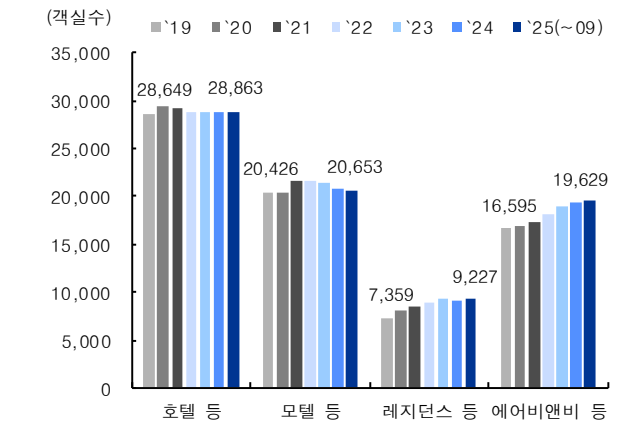
자료: 세움터, IBK투자증권

그림 125. 제주도 전체 숙박업체 수 추이



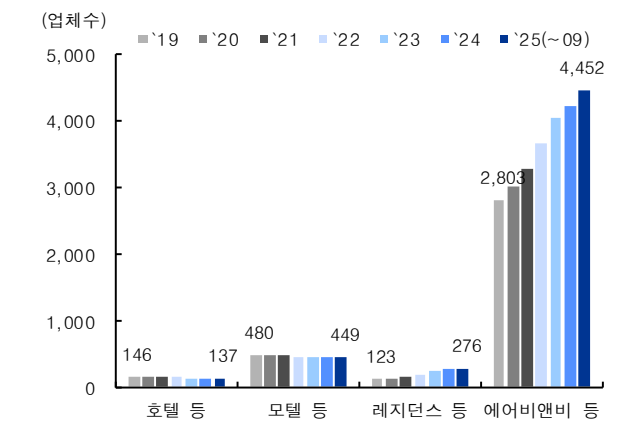
자료: 제주관광협회, IBK투자증권
 주: 호텔 등(관광호텔+가족호텔+휴양콘도미니엄), 모텔 등(일반숙박업),
 레지던스 등(생활숙박업+휴양펜션), 에어비앤비 등(농어촌민박+호스텔)

그림 126. 제주도 전체 숙박객실 수 추이



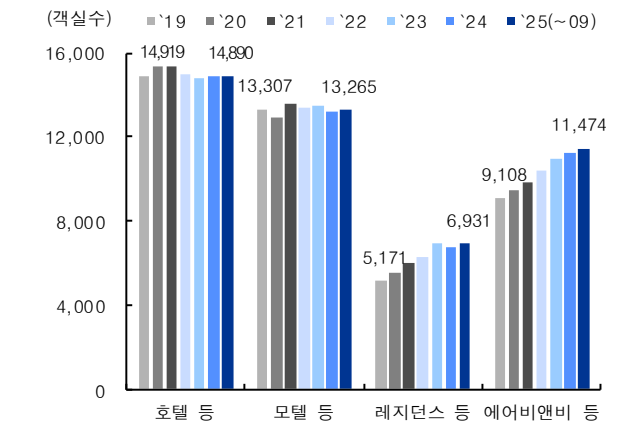
자료: 제주관광협회, IBK투자증권
 주: 호텔 등(관광호텔+가족호텔+휴양콘도미니엄), 모텔 등(일반숙박업),
 레지던스 등(생활숙박업+휴양펜션), 에어비앤비 등(농어촌민박+호스텔)

그림 127. 제주도 제주시 숙박업체 수 추이



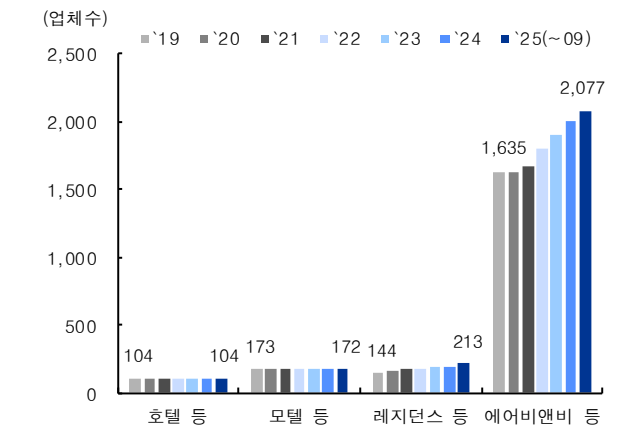
자료: 제주관광협회, IBK투자증권

그림 128. 제주도 제주시 숙박객실 수 추이



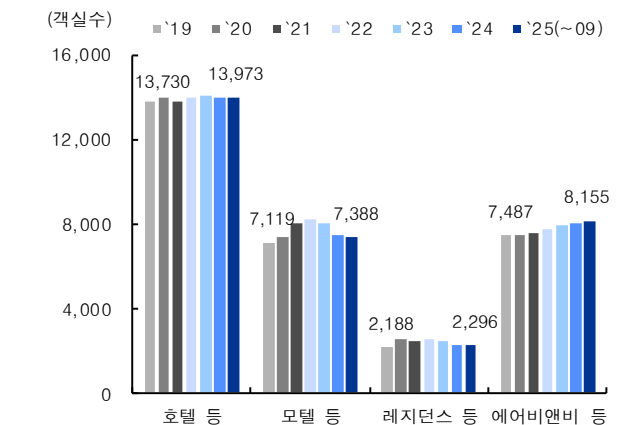
자료: 제주관광협회, IBK투자증권

그림 129. 제주도 서귀포시 숙박업체 수 추이



자료: 제주관광협회, IBK투자증권

그림 130. 제주도 서귀포시 숙박객실 수 추이



자료: 제주관광협회, IBK투자증권

(4) 제주도도 한국, 외국인 여행 패턴이 미치는 영향

제주도 관광 시장 변화

- 1) 여행객 국적 다변화
- 2) FIT(자유여행) 비중 증가

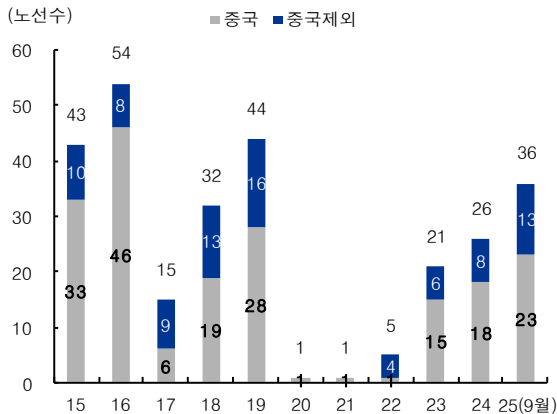
당사에서 중장기적으로 가장 주목하고 있는 부분은 제주도 여행 시장이 변화될 수 있다는 점이다. 이는 물론 정책적인 노력(국제선 항공노선 확대 + 외국인 여행 수요 흡수를 위한 정책)이 선행되어야 한다. 하지만, 수요자가 다변화되기 시작하고 여행 패턴이 변화될 가능성이 높기에 제주도를 방문하는 ▶ 국적별 여행객이 다변화되고, ▶ FIT 비중이 증가할 것으로 판단하고 있다.

중국인 방문객이 대다수

- 1) 기존 무비자 시행
- 2) 직항 노선 다수

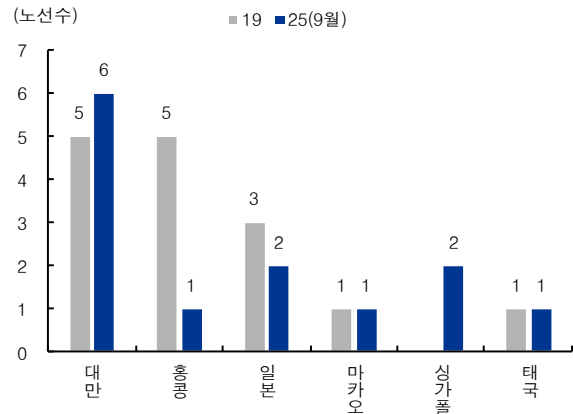
현재 제주도 입도객 중 대부분을 차지하는 것은 여전히 중국인이다. 그러한 이유는 1) 이미 무비자 입국을 허용하고 있었고, 2) 직항 노선에 따른 접근의 편의성 때문이다. 하지만, 최근 나타나고 있는 변화 중 하나는 입도객 중 비중국인도 적지 않게 목격되고 있다는 점이다. 특히, 서양인 비중이 서울, 부산과 마찬가지로 증가하고 있다. 제주도는 섬이라는 특성상 배나, 항공기를 이용해 접근할 수 밖에 없다는 점을 고려할 때 의미있는 변화로 판단할 수 있다.

그림 131. 제주국제공항 국제선 노선 수 (중국/비중국)



자료: 한국공항공사, IBK투자증권

그림 132. 제주국제공항 국제선-비중국 노선



자료: 한국공항공사, IBK투자증권

외국인 여행목적 변화로
국내선 통한 외국인 입도 증가

이는 결국, 과거와 다르게 레저를 즐기려는 방한 외국인 증가가 전 지역적으로 퍼져나 가면서 국내 1위 관광지로 유입되는 것으로 해석할 수 있다. 여러가지 교통편의 시설 부족에도 불구하고 국내 관광시장 펀더멘탈이 강화되고 있는 것으로 판단할 수 있는 부분이다.

외국인 수요가 높은
제주 4성급 호텔은 긍정적

당사에서는 지난 10월 14일부터 17일까지 실제 제주도 주요 호텔 업체들을 방문하여 인터뷰를 진행하였다. 주요 4성급 호텔들의 영업실적은 투숙율 80% 이상, ADR도 2024년대비 +5~7% 수준으로 증가하고 있는 것으로 파악한다. 2024년 주요 호텔 실적이 발표되지는 않았지만, 2022년 이후 호텔 영업실적이 개선되고 있는 추세를 감안 하면 긍정적 흐름이 이어지고 있다는 판단이다. 이들의 영업이익률은 30~35% 수준에 달하는 것으로 파악한다. 서울 지역대비 낮은 ADR 증가를 감안하면 향후 수익성 개선의 폭은 더욱 높을 것으로 전망한다. 이들의 공통적인 특징은 외국인 비중이 높다는 점이다. A호텔의 경우 지난해 외국인 비중은 50%에서 올해 60%까지 증가한 상황이다.

제주호텔 외국인 비중 50%
1) 대만 등 비중국인 증가
2) 연령층 20~30대로 감소

제주시의 주요 호텔들의 외국인 비중은 40~60% 사이로 추정하고 있다. 여전히 제주도 외국인 중 압도적으로 차지하고 있는 국가는 중국인이다. 하지만, 비중국인 비중도 점진적으로 개선되는 추세에 있으며, 직항 노선이 확대된 대만의 수요도 빠르게 증가하고 있다. 또한, 중국인 연령층도 20~30대로 낮아지고 있는 것으로 파악되며, 이는 과거 쇼핑 중심에서 레저 중심으로 변화되는 흐름을 보여주는 사례로 해석된다.

비중국인 외국인 증가로
LOS(체류기간) 증가 추세

또한, 주요 업체들의 LOS(Length of Stay: 체류 기간) 지표도 개선되고 있는 추세로 파악한다. LOS는 호텔 시장의 펀더멘탈을 좌우하는 가장 중요한 지표이다. 제주도의 경우에도 비중국인 비중 증가와 레저 중심의 여행 패턴이 증가하면서 동 지표가 개선될 가능성은 높은 것으로 판단한다.

표 24. 제주도 호텔 파이프라인 현황

구분	이름	지역	객실수	개관
5성급 (★★★★★)	쉐라톤 제주 호텔	제주 제주시	402실	2026년 예정
	자누 제주	제주 제주시	152실	2027년 예정
	애월 포레스트 리조트	제주 제주시	1,090실	2036년 예정

자료: 언론보도, IBK투자증권

그림 133. 24년 8월 제주버스 QR페이(알리, 위챗페이 등) 도입



자료: 언론보도, IBK투자증권

그림 134. 25년 8월 제주 버스 개방형 교통결제 시스템(Visa) 도입



자료: 언론보도, IBK투자증권

표 25. 제주도 외국인을 위한 교통시스템 도입 현황

	도입 현황	비교
기존	국내 교통카드 구매/충전	제주도 외국인 대중교통 이용률 약 30%
2024년 8월	대중교통 QR 페이 도입	알리페이, 위챗페이 등 9개국 14종 결제 시스템
2025년 8월	개방형 교통카드 시스템 도입	1. EMV(Europay, Master card, Visa card) 글로벌 결제표준 기반 2. 국적과 상관없이 Visa 브랜드 카드 사용 가능 3. 실물카드 뿐만 아니라 스마트폰, 스마트워치 등 사용가능 4. 2012년 런던을 시작으로 글로벌 주요 관광도시 적극 확대 중
기대 효과	- 외국인 관광객 접근성/편의성 개선 - 외국인 관광객 동선 파악 및 마케팅 활용	

자료: 글로벌 페이먼트 리포트 2025, IBK투자증권



Company Analysis

기업명	투자의견	목표주가
롯데관광개발 (032350)	매수(신규)	32,000원(신규)
파라다이스 (034230)	매수(신규)	24,000원(신규)
GKL (114090)	매수(신규)	20,000원(신규)
강원랜드 (035250)	매수(신규)	23,000원(신규)
호텔신라 (008770)	매수(유지)	64,000원(유지)
GS피앤엘 (499790)	매수(신규)	56,000원(신규)

매수 (신규)

목표주가 (신규) 32,000원
현재가 (11/11) 18,820원

KOSPI (11/11) 4,106.39pt
시가총액 1,497십억원
발행주식수 79,539천주
액면가 500원
52주 최고가 54,600원
최저가 35,900원
60일 일평균거래대금 19십억원
외국인 지분율 15.5%
배당수익률 (2025F) 0.0%

주주구성
김기병 외 4 인 41.65%
국민연금공단 6.76%

	1M	6M	12M
주가상승			
상대기준	-3%	9%	33%
절대기준	10%	74%	116%

	현재	직전	변동
투자의견	매수	-	-
목표주가	32,000	-	-
EPS(25)	43	-	-
EPS(26)	1,058	-	-

롯데관광개발 상대주가 (%)



롯데관광개발 (032350)

본격화되는 실적 레버리지!

3Q25 Review: 영업이익 530억원(+138.9% YoY)

동사의 3분기 실적은 매출액 1,867억원(+34.1% YoY, +18.4% QoQ), 영업이익 530억원(+138.9% YoY, +59.9% QoQ, OPM 28.4%)를 기록하며 시장기대치(475억원)을 상회했다. 카지노 순매출은 1,393억원(+65.4% YoY)으로 방문객(17.3만명)과 드롭액(8,485억원)과 함께 사상최대 실적을 기록했다. 호텔 ADR과 OCC는 각각 25.4만원, 90.3%로 양호했다. 다만, 카지노 객실 제공 비중 확대로(3Q24 30.2%→3Q25 48.6%) 매출액은 감소했으나 (238억원, -9.2% YoY), 카지노 월평균 순매출은 1Q25 356억원, 2Q25 402억원, 3Q25 488억원으로 가파르게 상승하며 뚜렷한 레버리지 효과를 시현했다.

2026년 영업이익 1,867억원(+33.9% YoY) 전망

동사의 2026년 실적은 매출액 7,421억원(+15.0% YoY), 영업이익 1,867억원(+33.9% YoY)으로 전망한다. 그렇게 판단하는 근거는 1) 1,600객실의 호텔을 활용한 공격적인 VIP 영업전략이 2025년부터 본격적인 성과로 연결되고 있고, 2) 카지노 객실 이용 비중 확대 여력이 있는만큼 추가적인 실적 레버리지 효과가 기대되기 때문이다. 2026년 하반기부터 중도상환 수수료 면제 기간도래에 따라 차입금 리파이낸싱에 따른 금융비용 절감효과를 기대해볼 수 있는 점도 긍정적이다.

투자의견 매수, 목표주가 32,000원으로 신규 커버리지 개시

동사에 대해 투자의견 매수, 목표주가 32,000원으로 신규 커버리지를 개시하며, 업종 최선호주로 제시한다. 목표주가는 2026년 EBITDA 2,717억원에 Target Multiple 12.8배를 적용해 산출했다.

(단위:십억원,배)	2023	2024	2025F	2026F	2027F
매출액	314	471	645	742	778
영업이익	-61	39	139	187	214
세전이익	-213	-123	2	84	111
지배주주순이익	-202	-117	3	84	111
EPS(원)	-2,721	-1,531	43	1,058	1,405
증가율(%)	-13.2	-43.7	-102.8	2,374.1	32.8
영업이익률(%)	-19.4	8.3	21.6	25.2	27.5
순이익률(%)	-64.3	-24.8	0.5	11.3	14.3
ROE(%)	-132.9	-60.4	1.0	20.9	22.4
PER	-3.4	-5.0	444.5	18.0	13.5
PBR	10.3	1.8	4.2	3.4	2.7
EV/EBITDA	67.1	12.4	10.6	8.4	7.1

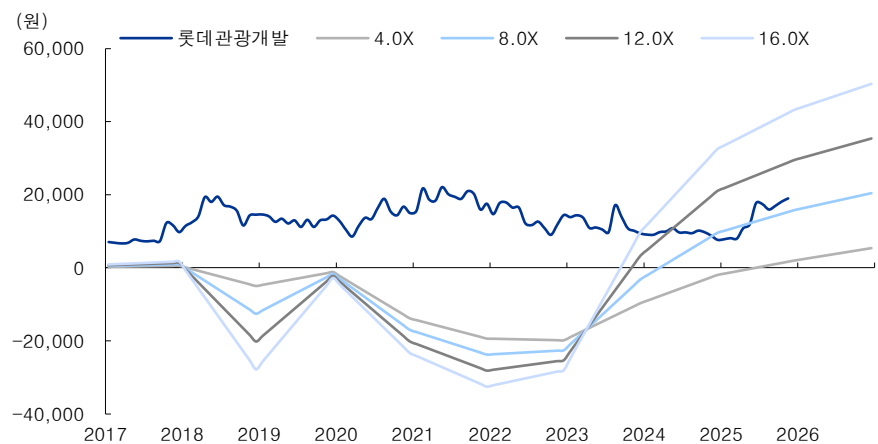
자료: Company data, IBK투자증권 예상

표 26. EV/EBITDA Valuation Table

구분	단위	2025E	2026E	비고
EBIT	십억원	139	187	
D&A	십억원	88	85	
EBITDA	십억원	227	272	
2026E EBITDA	십억원		272	
Target EV/EBITDA	배		12.8	2022~2024 평균 Multiple
Total EV	십억원		3,477	
(+) Non-Operating Value	십억원		129	
Cash & Equivalents	십억원		43	
Financial Assets	십억원		86	
Investment Securities	십억원		-	
Others	십억원		-	
(-) Debt	십억원		1,084	
Equity Value	십억원		2,522	
# of Shares	천 주		79,031	
목표주가	원		32,000	Rounded
현재주가	원		18,820	2025. 11. 11. 기준
상승여력	%		70.0	

자료: IBK투자증권 추정

그림 135. 12M Fwd EV/EBITDA 밴드차트



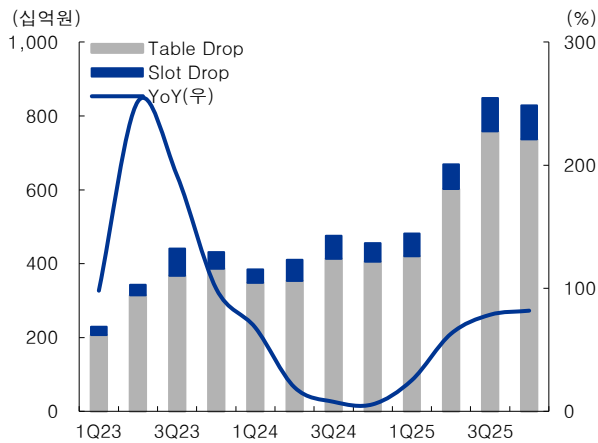
자료: Quantwise, IBK투자증권

표 27. 롯데관광개발 실적 추정 테이블

구분	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25P	4Q25E	2024	2025E	2026E
매출액	106	116	139	110	122	158	187	179	471	645	742
카지노	70	67	84	74	85	110	139	136	295	470	560
드롭액	385	410	476	456	482	669	849	829	1,726	2,828	3,352
방문객	79	87	108	110	110	148	173	175	383	606	717
Hold Ratio	18.2%	16.2%	17.7%	16.2%	17.5%	16.5%	16.4%	16.4%	17.1%	16.6%	16.7%
호텔	17	23	26	19	14	22	23.8	17	86	77	74
별도	26	38	45.1	38	31	41	45.7	42	147	159	178
Comp	9	14	19	19	17	18	22	25	61	82	104
ADR	257	294	317	301	290	231	254	256	296	255	264
OCC	50.1%	68.7%	77.8%	64.3%	54.9%	87.9%	90.3%	85.0%	65.2%	79.5%	88.0%
여행	18	25	27	15	22	24	22	24	84	92	101
기타	1	2	2	2	1	1	2	2	7	6	7
영업이익	9	6	22	2	13	33	53	40	39	139	187
영업이익률	8.3%	5.1%	15.9%	2.0%	10.7%	21.0%	28.4%	22.6%	8.3%	21.6%	25.2%
당기순이익	-38	-3	-29	-47	-24	6	6	15	-117	3	84
순이익률	-36.2%	-2.2%	-20.9%	-42.3%	-19.4%	3.8%	3.5%	8.1%	-24.7%	0.5%	11.3%
YoY 성장률											
매출액	125.5	50.9	43.8	18.6	14.8	35.8	34.1	62.6	50.4	36.8	15.0
카지노	328.0	110.1	61.0	41.9	20.8	65.4	65.4	83.7	93.3	59.4	19.2
호텔	-5.0	-1.4	-7.5	-14.5	-15.7	-5.0	-9.2	-11.8	-7.2	-9.9	-3.8
여행	58.4	25.0	90.4	-8.1	22.1	-2.0	-18.9	64.2	37.4	9.5	9.5
기타	-14.3	-14.5	-4.6	4.7	-8.4	-14.6	-6.7	-10.8	-7.0	-10.0	14.0
영업이익	흑전	흑전	6429.4	흑전	48.2	462.5	138.9	1765.5	흑전	257.5	33.9
순이익	적지	적지	적지	적지	적지	흑전	흑전	흑전	적지	흑전	2482.8

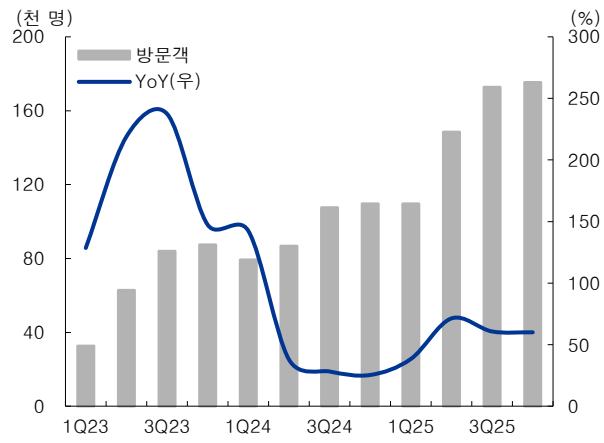
자료: 롯데관광개발, IBK투자증권 추정

그림 136. 카지노 드롭액 추이 및 전망



자료: 롯데관광개발, IBK투자증권 추정

그림 137. 카지노 방문객 수 추이 및 전망



자료: 롯데관광개발, IBK투자증권 추정

롯데관광개발 (032350)

포괄손익계산서

(십억원)	2023	2024	2025F	2026F	2027F
매출액	314	471	645	742	778
증가율(%)	70.7	50.4	36.8	15.0	4.9
매출원가	0	0	0	0	0
매출총이익	314	471	645	742	778
매출총이익률 (%)	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
판매비	374	432	506	555	565
판매비율(%)	119.1	91.7	78.4	74.8	72.6
영업이익	-61	39	139	187	214
증가율(%)	-49.0	-164.4	257.5	33.9	14.4
영업이익률(%)	-19.4	8.3	21.6	25.2	27.5
순금융손익	-118	-159	-126	-111	-111
이자손익	-113	-151	-135	-111	-111
기타	-5	-8	9	0	0
기타영업외손익	-35	-4	-11	8	8
종속/관계기업손익	1	2	0	0	0
세전이익	-213	-123	2	84	111
법인세	-11	-6	-1	0	0
법인세율	5.2	4.9	-50.0	0.0	0.0
계속사업이익	-202	-117	3	84	111
중단사업손익	0	0	0	0	0
당기순이익	-202	-117	3	84	111
증가율(%)	-10.0	-42.4	-102.8	2,482.8	32.8
당기순이익률 (%)	-64.3	-24.8	0.5	11.3	14.3
지배주주당기순이익	-202	-117	3	84	111
기타포괄이익	-8	360	6	0	0
총포괄이익	-211	243	10	84	111
EBITDA	26	124	227	272	296
증가율(%)	-172.9	374.8	83.2	19.6	9.0
EBITDA마진율(%)	8.3	26.3	35.2	36.7	38.0

투자지표

(12월 결산)	2023	2024	2025F	2026F	2027F
주당지표(원)					
EPS	-2,721	-1,531	43	1,058	1,405
BPS	913	4,156	4,525	5,583	6,988
DPS	0	0	0	0	0
밸류에이션(배)					
PER	-3.4	-5.0	444.5	18.0	13.5
PBR	10.3	1.8	4.2	3.4	2.7
EV/EBITDA	67.1	12.4	10.6	8.4	7.1
성장성지표(%)					
매출증가율	70.7	50.4	36.8	15.0	4.9
EPS증가율	-13.2	-43.7	-102.8	2,374.1	32.8
수익성지표(%)					
배당수익률	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
ROE	-132.9	-60.4	1.0	20.9	22.4
ROA	-11.3	-5.9	0.1	3.6	4.6
ROIC	-19.9	-11.3	0.3	7.7	10.7
안정성지표(%)					
부채비율(%)	2,590.9	592.1	542.2	440.1	357.0
순차입금 비율(%)	1,584.8	306.7	253.4	177.8	110.9
이자보상배율(배)	-0.5	0.3	1.0	1.7	1.9
활동성지표(배)					
매출채권회전율	73.9	127.5	141.9	110.3	105.6
재고자산회전율	58.2	90.2	81.8	74.8	74.3
총자산회전율	0.2	0.2	0.3	0.3	0.3

*주당지표 및 밸류에이션은 지배주주순이익 및 지배주주지분 기준

재무상태표

(십억원)	2023	2024	2025F	2026F	2027F
유동자산	81	114	272	394	564
현금및현금성자산	34	44	154	274	442
유가증권	23	23	33	33	33
매출채권	5	3	6	7	8
재고자산	4	6	9	10	11
비유동자산	1,683	2,052	2,000	1,969	1,942
유형자산	1,289	1,690	1,639	1,608	1,582
무형자산	47	46	46	45	45
투자자산	21	20	31	31	31
자산총계	1,764	2,167	2,272	2,363	2,506
유동부채	1,209	610	615	622	655
매입채무및기타채무	7	9	9	10	10
단기차입금	761	3	1	1	1
유동성장기부채	0	0	0	0	0
비유동부채	490	1,244	1,303	1,303	1,303
사채	48	0	1	1	1
장기차입금	0	741	789	789	789
부채총계	1,699	1,854	1,918	1,925	1,958
지배주주지분	69	317	358	441	552
자본금	38	38	40	40	40
자본잉여금	644	648	677	677	677
자본조정등	0	0	0	0	0
기타포괄이익누계액	360	722	728	728	728
이익잉여금	-973	-1,091	-1,088	-1,004	-893
비지배주주지분	-4	-4	-4	-4	-4
자본총계	66	313	354	437	548
비이자부채	596	827	834	841	874
총차입금	1,103	1,027	1,084	1,084	1,084
순차입금	1,046	960	897	777	608

현금흐름표

(십억원)	2023	2024	2025F	2026F	2027F
영업활동 현금흐름	-13	122	165	173	225
당기순이익	-202	-117	3	84	111
비현금성 비용 및 수익	235	249	155	85	82
유형자산감가상각비	84	83	86	83	81
무형자산상각비	3	2	2	2	2
운전자본변동	39	88	45	5	31
매출채권등의 감소	33	5	8	-1	0
재고자산의 감소	3	-2	-3	-1	0
매입채무등의 증가	0	2	0	1	0
기타 영업현금흐름	-85	-98	-38	-1	1
투자활동 현금흐름	-20	-28	-70	-53	-56
유형자산의 증가(CAPEX)	-9	-7	-25	-52	-54
유형자산의 감소	0	0	0	0	0
무형자산의 감소(증가)	-1	-1	-1	-1	-2
투자자산의 감소(증가)	0	0	-3	0	0
기타	-10	-20	-41	0	0
재무활동 현금흐름	38	-83	14	0	0
차입금의 증가(감소)	0	738	30	0	0
자본의 증가	0	0	0	0	0
기타	38	-821	-16	0	0
기타 및 조정	0	0	0	0	0
현금의 증가	5	11	109	120	169
기초현금	29	34	44	154	274
기말현금	34	44	154	274	442

매수 (신규)

목표주가 (신규) 24,000원
현재가 (11/11) 14,600원

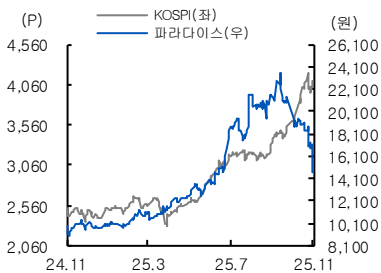
KOSPI (11/11) 4,106.39pt
시가총액 1,349십억원
발행주식수 92,406천주
액면가 500원
52주 최고가 23,650원
최저가 9,020원
60일 일평균거래대금 29십억원
외국인 지분율 13.4%
배당수익률 (2025F) 0.0%

주주구성
파라다이스글로벌 외 6 인 45.26%
국민연금공단 5.96%

주가상승	1M	6M	12M
상대기준	-35%	-27%	-8%
절대기준	-26%	17%	49%

	현재	직전	변동
투자의견	매수	-	-
목표주가	24,000	-	-
EPS(25)	961	-	-
EPS(26)	1,080	-	-

파라다이스 상대주가 (%)



파라다이스 (034230)

클러스터 효과와 VIP 영업 확대의 콜라보

3Q25 Review: 영업이익 395억원(+9.1% YoY)

동사의 3분기 실적은 매출액 2,882억원(+7.5% YoY, +1.3% QoQ), 영업이익 395억원(+9.1% YoY, -7.8% QoQ, OPM 13.7%)를 기록하며 시장 기대치(530억원)을 하회했다. 3분기 전체 드롭액은 1,8조원(+2.0% YoY)으로 VIP 드롭은 2.8% 감소했으나, Mass 드롭액이 20.3% 증가하며 전체 성장을 견인했고, 홀드올도 10.2%에서 11.3%로 개선됐다. 비용부문에서 1) 광고선전비, 관광진흥기금 추가계상 등 일회성 비용 약 30억원과 2) 9월지표 하락에 따른 고정비 부담이 확대된 점이 시장기대치 하회 의 주 요인이다.

2026년 영업이익 2,090억원(+20.0% YoY) 전망

동사의 2026년 실적은 매출액 1조 2,419억원(+8.2% YoY), 영업이익 2,090억원(+20.0% YoY)으로 전망한다. 1) 인스파이어 카지노의 사업개시에 따른 클러스터 효과(Cluster Effect)와 2) 최근 그랜드하얏트 인천 웨스트타워 인수를 추진하면서 카지노 호텔객실 활용 전략을 통한 실적 레버리지가 기대되기 때문이다. 현재 파라다이스시티는 769개 객실을 보유하고 있는데, 이번 인수로 별도의 호텔을 짓지 않고도 501개 객실을 증축한 것과 같은 효과를 누릴 수 있게되었다. 501개 객실을 공격적으로 VIP 영업에 활용할 시 전체 객실 대비 Comp 활용 비중이 크게 상승하며 카지노 부문의 가파른 성장이 기대된다.

투자의견 매수, 목표주가 24,000원으로 신규 커버리지 개시

동사에 대해 투자의견 매수, 목표주가 24,000원으로 신규 커버리지를 개시한다. 목표주가는 2026년 BPS 21,610원에 Target P/B 1.1배를 적용해 산출했다.

(단위:십억원,배)	2023	2024	2025F	2026F	2027F
매출액	994	1,072	1,148	1,242	1,311
영업이익	146	136	174	209	223
세전이익	92	101	144	177	190
당기순이익	63	76	82	93	100
EPS(원)	724	875	961	1,080	1,161
증가율(%)	144.6	20.8	9.9	12.4	7.5
영업이익률(%)	14.7	12.7	15.2	16.8	17.0
순이익률(%)	8.0	10.4	10.5	11.0	11.1
ROE(%)	4.5	5.0	4.9	5.2	5.2
PER	18.4	11.0	17.9	15.9	14.8
PBR	0.8	0.5	0.9	0.8	0.7
EV/EBITDA	8.5	8.4	11.3	9.3	8.3

자료: Company data, IBK투자증권 예상

표 28. Valuation Table

구분	단위	2025E	2026E	비고
지배주주자본	십억원	1,718	1,855	
유통주식 수	주	85,819	85,819	
BPS	원	20,021	21,610	
2026E BPS	원		21,610	
Target Multiple	배		1.1	26E ROE 대비 적정 P/B
목표주가	원		24,000	Rounded
현재주가	원		14,600	2025. 11. 11. 기준
상승여력	%		64.4	

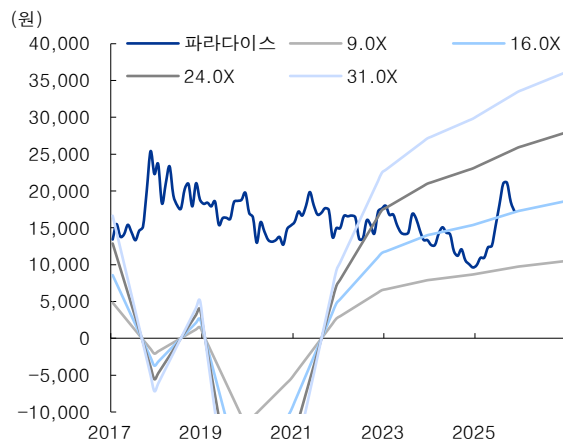
주: 2025년 지배주주순이익은 지분법주식 평가이익을 제거한 수정치
자료: IBK투자증권 추정

표 29. Global Peer Group 테이블

기업명	국가	시가 총액	주가	상대수익률					P/E		P/B		EV/EBITDA	ROE		
				1W	1M	3M	6M	1Y	2025	2026	2025	2026	2025	2026	2025	2026
카지노																
강원랜드	한국	3,673	17,160	2.4	-17.3	-35.6	-55.3	-62.2	11.0	10.6	0.9	0.9	8.4	7.7	8.3	8.3
롯데관광개발	한국	1,497	18,820	3.3	-3.9	-18.9	14.9	54.1	502.8	25.4	4.3	3.7	12.2	10.4	0.9	15.8
파라다이스	한국	1,349	14,600	-21.8	-40.0	-60.3	-42.3	-13.7	15.1	13.3	0.8	0.8	9.0	7.9	5.3	5.9
GKL	한국	870	14,030	-6.9	-22.0	-44.9	-44.8	-32.7	15.3	14.3	1.9	1.8	5.7	5.1	14.0	14.2
샌즈차이나	홍콩	171.3	21.2	4.3	3.5	-0.7	21.0	-26.0	21.1	16.7	13.0	9.6	12.6	11.2	75.8	68.3
갤럭시엔터	홍콩	178.9	40.9	3.5	4.7	-3.8	16.5	-16.9	17.1	15.6	2.2	2.1	11.6	10.6	13.1	13.6
MGM	홍콩	61.3	16.1	2.0	6.9	-5.9	26.5	30.8	12.0	11.0	18.0	9.5	8.7	8.4	297.1	125.5
LV SANDS	미국	35.8	6.8	-0.8	2.0	1.6	7.5	-15.5	15.1	11.1	N/A	N/A	7.8	7.2	-18.7	-27.8
윈 마카오	홍콩	26.9	68.9	3.2	11.0	-4.6	31.2	0.6	15.9	12.0	N/A	N/A	7.5	7.4	-19.8	-29.1
멜코 크라운	홍콩	21.0	3.0	0.3	-3.2	-17.2	12.6	-25.7	147.5	22.0	1.4	1.3	11.2	9.1	0.7	6.1
SJM	홍콩	44.7	66.1	7.4	29.0	17.5	45.5	16.7	22.5	20.6	17.2	12.7	12.0	11.3	76.0	89.6
Wynn 리조트	미국	9.0	32.9	2.5	0.7	-11.7	-19.9	-24.4	16.8	14.9	2.9	2.4	3.0	2.9	18.5	35.5
MGM 리조트	미국	13.4	128.9	2.8	3.2	11.4	25.9	35.2	28.0	22.1	N/A	N/A	10.5	9.9	-10.3	-53.3
국내평균									136.0	15.9	2.0	1.8	8.8	7.8	7.1	11.1
해외평균									32.9	16.2	9.1	6.3	9.4	8.7	48.0	25.4

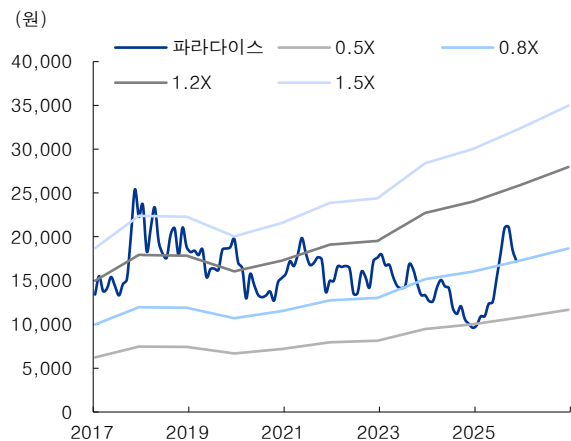
주: 국내기업은 원화, 해외기업은 달러 기준
자료: Bloomberg, IBK투자증권

그림 138. 12M Fwd P/E 밴드차트



자료: Quantwise, IBK투자증권

그림 139. 12M Fwd P/B 밴드차트



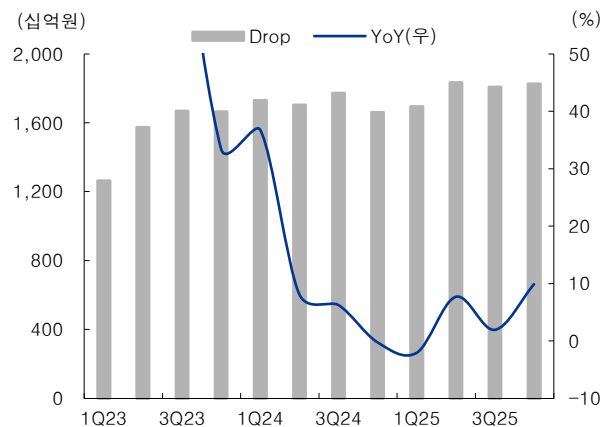
자료: Quantwise, IBK투자증권

표 30. 파라다이스 실적 추정 테이블

구분	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25P	4Q25E	2024	2025E	2026E
매출액	265	273	268	266	283	284	288	292	1,072	1,148	1,242
카지노	102	112	84	104	116	101	100	106	403	423	441
호텔	26	28	30	29	24	28	32	29	112	112	113
P-City	132	131	147	129	139	152	150	153	539	594	671
기타	4	2	8	4	4	4	6	4	18	19	18
카지노별	205	214	195	204	224	230	219	229	818	901	991
워커힐	84	92	66	83	95	86	84	87	324	352	358
P-City	103	103	110	100	108	128	117	123	415	476	551
부산	15	17	15	16	13	11	13	14	62	51	59
제주	3	4	4	5	7	5	4	6	16	22	23
영업이익	48	32	36	19	57	43	40	35	136	174	209
영업이익률	18.3%	11.7%	13.5%	7.3%	20.2%	15.1%	13.7%	11.8%	12.7%	15.2%	16.8%
당기순이익	37	18	20	36	43	32	24	21	111	120	136
순이익률	14.0%	6.4%	7.3%	13.7%	15.2%	11.4%	8.4%	7.1%	10.3%	10.5%	11.0%
YoY 성장률											
매출액	38.2	-0.7	-6.1	9.9	7.0	4.1	7.5	9.9	7.8	7.1	8.2
카지노	44.1	-16.7	-27.1	11.0	13.0	-10.0	18.9	2.2	-3.0	5.1	4.2
호텔	3.7	-3.8	-4.0	-2.4	-7.6	-0.1	6.2	0.5	-1.8	-0.0	0.5
P-City	45.0	20.1	10.5	11.8	5.2	15.9	2.3	18.2	20.2	10.1	12.9
기타	-1.2	-17.8	23.0	24.8	10.6	64.9	-15.6	6.4	10.5	5.3	-6.0
영업이익	154.5	-41.7	-36.6	32.0	18.3	33.9	9.1	77.9	-6.7	28.1	20.0
순이익	291.3	-52.8	-55.0	흑전	16.6	84.2	22.9	-43.4	38.0	8.7	13.3

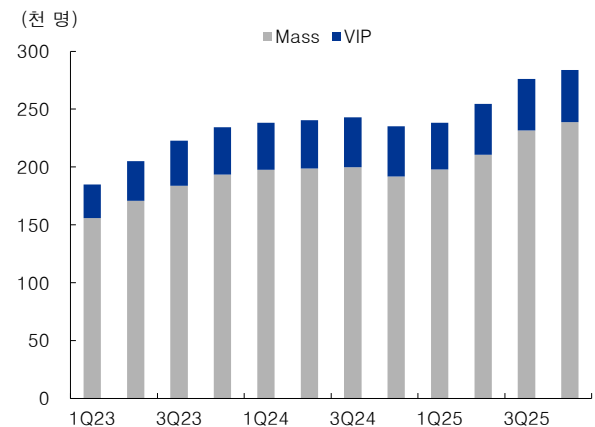
자료: 파라다이스, IBK투자증권 추정

그림 140. 카지노 드롭액 추이 및 전망



자료: 파라다이스, IBK투자증권 추정

그림 141. 카지노 방문객 수 추이 및 전망



자료: 파라다이스, IBK투자증권 추정

파라다이스 (034230)

포괄손익계산서

(십억원)	2023	2024	2025F	2026F	2027F
매출액	994	1,072	1,148	1,242	1,311
증가율(%)	69.2	7.8	7.1	8.2	5.6
매출원가	760	834	871	928	979
매출총이익	234	238	277	314	332
매출총이익률 (%)	23.5	22.2	24.1	25.3	25.3
판매비	88	102	103	105	109
판매비율(%)	8.9	9.5	9.0	8.5	8.3
영업이익	146	136	174	209	223
증가율(%)	1,299.9	-6.7	28.1	20.0	6.9
영업이익률(%)	14.7	12.7	15.2	16.8	17.0
순금융손익	-42	-49	-44	-38	-36
이자손익	-42	-49	-44	-38	-36
기타	0	0	0	0	0
기타영업외손익	-13	13	13	6	3
종속/관계기업손익	0	0	0	0	0
세전이익	92	101	144	177	190
법인세	11	-10	23	41	44
법인세율	12.0	-9.9	16.0	23.2	23.2
계속사업이익	80	111	120	136	146
중단사업손익	0	0	0	0	0
당기순이익	80	111	120	136	146
증가율(%)	407.1	38.0	8.7	13.3	7.5
당기순이익률 (%)	8.0	10.4	10.5	11.0	11.1
지배주주당기순이익	63	76	82	93	100
기타포괄이익	-33	188	-1	0	0
총포괄이익	47	298	119	136	146
EBITDA	229	214	248	281	294
증가율(%)	117.5	-6.4	15.8	13.1	4.7
EBITDA마진율(%)	23.0	20.0	21.6	22.6	22.4

투자지표

(12월 결산)	2023	2024	2025F	2026F	2027F
주당지표(원)					
EPS	724	875	961	1,080	1,161
BPS	16,278	18,941	20,021	21,610	23,317
DPS	100	150	0	0	0
밸류에이션(배)					
PER	18.4	11.0	17.9	15.9	14.8
PBR	0.8	0.5	0.9	0.8	0.7
EV/EBITDA	8.5	8.4	11.3	9.3	8.3
성장성지표(%)					
매출증가율	69.2	7.8	7.1	8.2	5.6
EPS증가율	144.6	20.8	9.9	12.4	7.5
수익성지표(%)					
배당수익률	0.8	1.6	0.0	0.0	0.0
ROE	4.5	5.0	4.9	5.2	5.2
ROA	2.2	2.9	3.0	3.4	3.5
ROIC	3.7	5.1	5.2	5.9	6.4
안정성지표(%)					
부채비율(%)	102.7	89.6	81.2	77.7	73.9
순차입금 비율(%)	18.8	23.2	34.4	24.5	15.7
이자보상배율(배)	2.1	1.9	2.9	3.8	4.1
활동성지표(배)					
매출채권회전율	42.8	41.4	47.3	51.1	50.5
재고자산회전율	135.1	140.0	168.1	198.2	197.4
총자산회전율	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3

*주당지표 및 밸류에이션은 지배주주순이익 및 지배주주지분 기준

재무상태표

(십억원)	2023	2024	2025F	2026F	2027F
유동자산	863	864	844	1,029	1,212
현금및현금성자산	689	578	353	535	715
유가증권	108	77	19	19	19
매출채권	27	25	23	25	27
재고자산	8	8	6	6	7
비유동자산	2,755	3,070	3,109	3,089	3,072
유형자산	2,236	2,510	2,490	2,471	2,456
무형자산	165	163	161	159	158
투자자산	35	54	127	127	127
자산총계	3,618	3,934	3,953	4,118	4,284
유동부채	691	668	564	593	612
매입채무및기타채무	4	5	3	3	3
단기차입금	136	169	166	166	166
유동성장기부채	88	82	52	52	52
비유동부채	1,142	1,190	1,208	1,208	1,208
사채	64	73	67	67	67
장기차입금	674	643	668	668	668
부채총계	1,833	1,859	1,772	1,801	1,820
자배주주지분	1,406	1,636	1,718	1,855	2,001
자본금	47	47	47	47	47
자본잉여금	336	336	336	336	336
자본조정등	-25	-25	-22	-22	-22
기타포괄이익누계액	475	648	647	647	647
이익잉여금	572	629	710	846	993
비지배주주지분	380	439	463	463	463
자본총계	1,785	2,075	2,181	2,317	2,464
비이자부채	701	723	650	679	698
총차입금	1,132	1,136	1,122	1,122	1,122
순차입금	335	482	750	568	388

현금흐름표

(십억원)	2023	2024	2025F	2026F	2027F
영업활동 현금흐름	288	196	183	233	234
당기순이익	80	111	120	136	146
비현금성 비용 및 수익	172	136	111	72	71
유형자산감가상각비	79	74	71	68	67
무형자산상각비	4	4	3	3	3
운전자본변동	73	0	-23	25	17
매출채권등의 감소	-7	1	2	-2	-1
재고자산의 감소	-1	0	2	0	0
매입채무등의 증가	1	0	-1	0	0
기타 영업현금흐름	-37	-51	-25	0	0
투자활동 현금흐름	-26	-186	-321	-51	-54
유형자산의 증가(CAPEX)	-62	-50	-49	-50	-52
유형자산의 감소	6	0	5	0	0
무형자산의 감소(증가)	0	0	-2	-1	-1
투자자산의 감소(증가)	-4	-1	-1	0	0
기타	34	-135	-274	0	-1
재무활동 현금흐름	-61	-123	-86	0	0
차입금의 증가(감소)	741	-11	25	0	0
자본의 증가	45	0	0	0	0
기타	-847	-112	-111	0	0
기타 및 조정	1	2	-1	0	0
현금의 증가	202	-111	-225	182	180
기초현금	487	689	578	353	535
기말현금	689	578	353	535	715

매수 (신규)

목표주가 (신규) 20,000원
현재가 (11/11) 14,030원

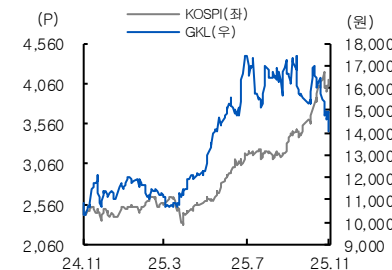
KOSPI (11/11) 4,106.39pt
시가총액 868십억원
발행주식수 61,856천주
액면가 500원
52주 최고가 17,490원
최저가 10,280원
60일 일평균거래대금 4십억원
외국인 지분율 17.2%
배당수익률 (2025F) 2.3%

주주구성
한국관광공사 51.00%
국민연금공단 7.86%

	1M	6M	12M
주가상승			
상대기준	-19%	-28%	-20%
절대기준	-8%	14%	29%

	현재	직전	변동
투자의견	매수	-	-
목표주가	20,000	-	-
EPS(25)	855	-	-
EPS(26)	903	-	-

GKL 상대주가 (%)



GKL (114090)

외국인 관광객 증가 수혜

3Q25 Review: 영업이익 173억원(+198.8% YoY)

동사의 3분기 실적은 매출액 1,094억원(+16.7% YoY, +8.4% QoQ), 영업이익 173억원(+198.8% YoY, +8.5% QoQ, OPM 15.8%)으로 추정한다. 테이블 드롭액은 8,711억원(+4.6% YoY)으로 양호했으며, 중국 및 기타 VIP 드롭액 성장이 두드러졌다. Mass 고객 드롭액 증가율은 +2.2% 수준에 불과했는데, 영종도 인스파이어 카지노 개장 이후, 일부 고객이 영종도 카지노로 이동한데 따른 영향으로 해석하며, 방한 외국인 관광객 증가에 따라 점진적인 회복세가 이루어질 것으로 전망한다.

2026년 영업이익 808억원(+16.4% YoY) 전망

동사의 2026년 실적은 매출액 4,685억원(+7.6% YoY), 영업이익 808억원(+16.4% YoY)으로 전망한다. 외국인 관광객 확대에 2025년 상반기를 저점으로 2026년까지 방문객, 드롭액, 실적 상승 추세가 이어질 것으로 예상되기 때문이다. 서울권 카지노는 영종도 인스파이어 복합리조트 영업개시에 따른 경쟁심화 영향으로 드롭액이 감소세를 보여왔으나, 25년 3분기부터 드롭액 증가율이 (+) 전환에 성공했다. 9월 중국인 단체관광객 무비자 입국 시행과 프로모션 효과로 중국 Mass 고객 성장세가 이어질 것으로 기대된다. GKL 강남, 드래곤시티 합산 드롭액은 2025년 3조 1,440억원, 2026년엔 3조원 중반 수준까지 확대될 것으로 전망한다.

투자의견 매수, 목표주가 20,000원으로 신규 커버리지 개시

동사에 대해 투자의견 매수, 목표주가 20,000원으로 신규 커버리지를 개시한다. 목표주가는 2026년 BPS 7,805원에 Target P/B 2.5배를 적용해 산출했다.

(단위:십억원,배)	2023	2024	2025F	2026F	2027F
매출액	397	396	435	468	511
영업이익	51	38	69	81	102
세전이익	55	44	86	101	124
지배주주순이익	44	33	67	77	95
EPS(원)	709	534	1,082	1,251	1,537
증가율(%)	-292.8	-24.6	102.5	15.6	22.8
영업이익률(%)	12.8	9.6	15.9	17.3	20.0
순이익률(%)	11.1	8.3	15.4	16.5	18.6
ROE(%)	11.0	8.0	15.3	15.8	17.3
PER	19.0	20.7	13.0	11.2	9.1
PBR	2.0	1.7	1.9	1.7	1.5
EV/EBITDA	8.6	7.8	4.9	3.8	2.7

자료: Company data, IBK투자증권 예상

표 31. Valuation Table

구분	단위	2025E	2026E	비고
지배주주자본	십억원	463	518	
유통주식 수	주	61,856	61,856	
BPS	원	7,488	8,379	
2026E BPS	원		8,379	
Target Multiple	배		2.4	과거 외국인 관광객 증가 구간 평균
목표주가	원		20,000	Rounded
현재주가	원		14,030	2025. 11. 11. 기준
상승여력	%		42.6	

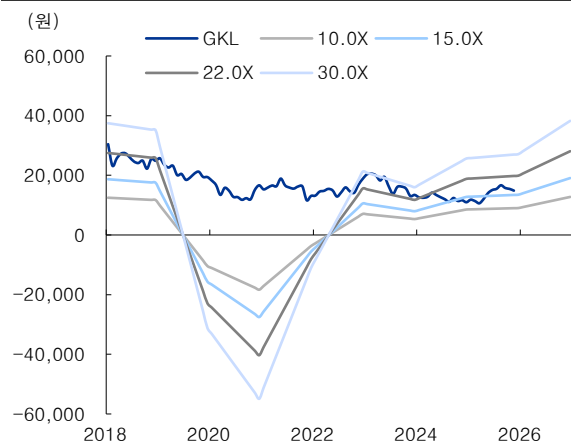
주: 2025년 지배주주순이익은 지분법주식 평가이익을 제거한 수정치
자료: IBK투자증권 추정

표 32. Global Peer Group 테이블

기업명	국가	시가 총액	주가	상대수익률					P/E		P/B		EV/EBITDA		ROE	
				1W	1M	3M	6M	1Y	2025	2026	2025	2026	2025	2026	2025	2026
카지노																
강원랜드	한국	3,673	17,160	2.4	-17.3	-35.6	-55.3	-62.2	11.0	10.6	0.9	0.9	8.4	7.7	8.3	8.3
롯데관광개발	한국	1,497	18,820	3.3	-3.9	-18.9	14.9	54.1	502.8	25.4	4.3	3.7	12.2	10.4	0.9	15.8
파라다이스	한국	1,349	14,600	-21.8	-40.0	-60.3	-42.3	-13.7	15.1	13.3	0.8	0.8	9.0	7.9	5.3	5.9
GKL	한국	870	14,030	-6.9	-22.0	-44.9	-44.8	-32.7	15.3	14.3	1.9	1.8	5.7	5.1	14.0	14.2
샌즈차이나	홍콩	171.3	21.2	4.3	3.5	-0.7	21.0	-26.0	21.1	16.7	13.0	9.6	12.6	11.2	75.8	68.3
갤럭시엔터	홍콩	178.9	40.9	3.5	4.7	-3.8	16.5	-16.9	17.1	15.6	2.2	2.1	11.6	10.6	13.1	13.6
MGM	홍콩	61.3	16.1	2.0	6.9	-5.9	26.5	30.8	12.0	11.0	18.0	9.5	8.7	8.4	297.1	125.5
LV SANDS	미국	35.8	6.8	-0.8	2.0	1.6	7.5	-15.5	15.1	11.1	N/A	N/A	7.8	7.2	-18.7	-27.8
윈 마카오	홍콩	26.9	68.9	3.2	11.0	-4.6	31.2	0.6	15.9	12.0	N/A	N/A	7.5	7.4	-19.8	-29.1
멜코 크라운	홍콩	21.0	3.0	0.3	-3.2	-17.2	12.6	-25.7	147.5	22.0	1.4	1.3	11.2	9.1	0.7	6.1
SJM	홍콩	44.7	66.1	7.4	29.0	17.5	45.5	16.7	22.5	20.6	17.2	12.7	12.0	11.3	76.0	89.6
Wynn 리조트	미국	9.0	32.9	2.5	0.7	-11.7	-19.9	-24.4	16.8	14.9	2.9	2.4	3.0	2.9	18.5	35.5
MGM 리조트	미국	13.4	128.9	2.8	3.2	11.4	25.9	35.2	28.0	22.1	N/A	N/A	10.5	9.9	-10.3	-53.3
국내평균									136.0	15.9	2.0	1.8	8.8	7.8	7.1	11.1
해외평균									32.9	16.2	9.1	6.3	9.4	8.7	48.0	25.4

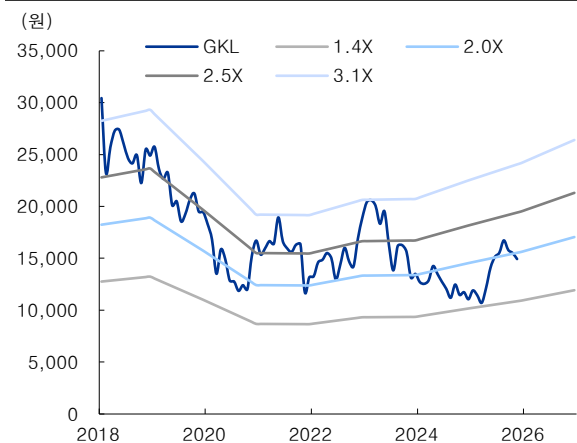
주: 국내기업은 원화, 해외기업은 달러 기준
자료: Bloomberg, IBK투자증권

그림 142. 12M Fwd P/E 밴드차트



자료: Quantwise, IBK투자증권

그림 143. 12M Fwd P/B 밴드차트



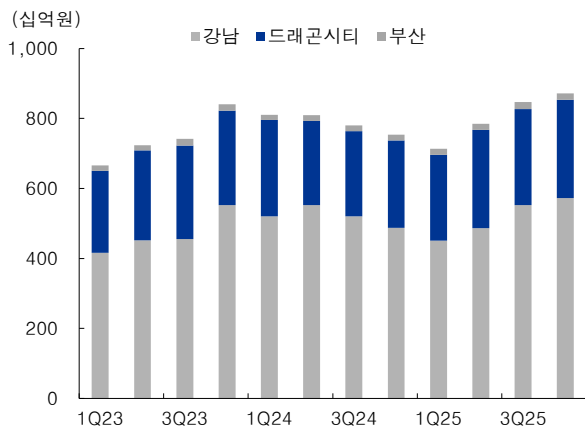
자료: Quantwise, IBK투자증권

표 33. GKL 실적 추정 테이블

구분	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25P	4Q25E	2024	2025E	2026E
매출액	94	99	95	106	108	102	109	115	394	434	468
강남	36	48	44	52	64	44	50	57	180	215	237
드래곤시티	44	37	37	38	28	40	39	41	154	148	157
부산	14	14	14	17	16	18	19	17	59	70	74
Drop	916	941	912	879	827	915	974	992	3,648	3,707	4,059
강남	520	553	521	488	451	487	552	573	2,082	2,063	2,377
드래곤시티	276	240	243	249	246	280	274	281	1,008	1,081	1,084
부산	120	148	148	142	130	148	147	138	559	564	598
입장객 수	212	236	303	294	228	255	305	318	1,045	1,106	1,208
VIP	33	33	32	33	35	36	37	38	132	147	160
Mass	179	202	271	261	193	219	268	280	913	959	1,048
영업이익	14	13	6	5	20	16	18	16	38	70	81
영업이익률	14.8%	13.4%	6.1%	5.1%	18.6%	15.7%	16.8%	13.9%	9.7%	16.2%	17.2%
당기순이익	10	11	6	5	16	17	15	5	33	53	56
순이익률	10.9%	11.5%	6.4%	5.2%	14.9%	16.7%	13.5%	4.5%	8.4%	12.2%	11.9%
YoY 성장률											
매출액	-12.9	-1.6	-3.1	16.1	15.6	2.7	14.8	8.3	-0.9	10.2	8.0
강남	-41.4	-5.8	4.9	37.8	79.5	-8.5	12.9	9.8	-6.2	19.5	9.9
드래곤시티	25.0	4.1	-12.8	-5.0	-35.0	8.5	7.2	8.5	1.8	-4.1	6.3
부산	24.2	-0.6	2.4	17.3	9.5	25.6	41.6	3.2	10.2	19.1	6.0
영업이익	21.5	12.6	7.4	-8.0	-9.7	-2.8	6.7	12.9	7.5	1.6	9.5
순이익	24.8	22.4	14.4	-11.7	-13.3	-11.9	6.0	17.4	11.0	-0.9	15.2

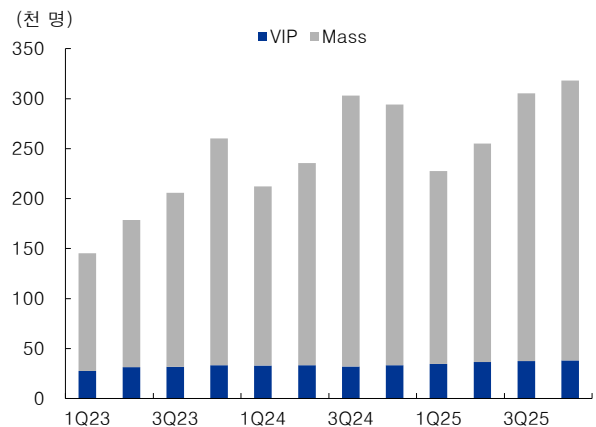
자료: GKL, IBK투자증권 추정

그림 144. 카지노 드롭액 추이 및 전망



자료: GKL, IBK투자증권 추정

그림 145. 카지노 방문객 수 추이 및 전망



자료: GKL, IBK투자증권 추정

GKL (114090)

포괄손익계산서

(십억원)	2023	2024	2025F	2026F	2027F
매출액	397	396	435	468	511
증가율(%)	51.3	-0.1	9.8	7.6	9.0
매출원가	317	325	335	353	372
매출총이익	80	71	100	115	138
매출총이익률 (%)	20.2	17.9	23.0	24.6	27.0
판매비	29	33	31	34	36
판매비율(%)	7.3	8.3	7.1	7.3	7.0
영업이익	51	38	69	81	102
증가율(%)	-466.6	-24.9	81.0	16.4	26.7
영업이익률(%)	12.8	9.6	15.9	17.3	20.0
순금융손익	5	7	14	12	13
이자손익	5	6	9	12	13
기타	0	1	5	0	0
기타영업외손익	-1	-2	3	8	8
종속/관계기업손익	0	0	0	0	0
세전이익	55	44	86	101	124
법인세	11	11	19	23	29
법인세율	20.0	25.0	22.1	22.8	23.4
계속사업이익	44	33	67	77	95
중단사업손익	0	0	0	0	0
당기순이익	44	33	67	77	95
증가율(%)	-292.8	-24.6	102.5	15.6	22.8
당기순이익률 (%)	11.1	8.3	15.4	16.5	18.6
지배주주당기순이익	44	33	67	77	95
기타포괄이익	-14	-6	0	0	0
총포괄이익	29	27	67	77	95
EBITDA	82	70	100	109	131
증가율(%)	328.5	-13.8	42.9	9.0	20.1
EBITDA마진율(%)	20.7	17.7	23.0	23.3	25.6

투자지표

(12월 결산)	2023	2024	2025F	2026F	2027F
주당지표(원)					
EPS	709	534	1,082	1,251	1,537
BPS	6,658	6,686	7,488	8,379	9,356
DPS	353	282	360	560	760
밸류에이션(배)					
PER	19.0	20.7	13.0	11.2	9.1
PBR	2.0	1.7	1.9	1.7	1.5
EV/EBITDA	8.6	7.8	4.9	3.8	2.7
성장성지표(%)					
매출증가율	51.3	-0.1	9.8	7.6	9.0
EPS증가율	-292.8	-24.6	102.5	15.6	22.8
수익성지표(%)					
배당수익률	2.6	2.6	2.3	3.6	4.9
ROE	11.0	8.0	15.3	15.8	17.3
ROA	7.0	5.3	10.5	11.2	12.5
ROIC	-59.8	-40.8	-89.2	-100.2	-106.0
안정성지표(%)					
부채비율(%)	55.3	49.0	41.4	39.8	38.3
순차입금 비율(%)	-31.8	-31.6	-81.6	-86.3	-89.6
이자보상배율(배)	13.5	11.9	29.3	39.0	49.4
활동성지표(배)					
매출채권회전율	36.9	48.0	57.5	52.6	52.9
재고자산회전율	158.9	169.4	159.6	161.5	167.0
총자산회전율	0.6	0.6	0.7	0.7	0.7

*주당지표 및 밸류에이션은 지배주주순이익 및 지배주주지분 기준

재무상태표

(십억원)	2023	2024	2025F	2026F	2027F
유동자산	345	366	434	504	577
현금및현금성자산	186	168	232	300	372
유가증권	0	0	180	180	180
매출채권	10	7	9	9	10
재고자산	2	3	3	3	3
비유동자산	295	250	221	221	223
유형자산	69	66	63	62	64
무형자산	7	6	7	7	8
투자자산	30	25	23	23	23
자산총계	639	616	655	725	801
유동부채	173	165	158	173	188
매입채무및기타채무	0	0	0	0	0
단기차입금	0	0	0	0	0
유동성장기부채	0	0	0	0	0
비유동부채	54	37	34	34	34
사채	0	0	0	0	0
장기차입금	0	0	0	0	0
부채총계	228	203	192	206	222
지배주주지분	412	414	463	518	579
자본금	31	31	31	31	31
자본잉여금	21	21	21	21	21
자본조정등	0	0	0	0	0
기타포괄이익누계액	0	0	0	0	0
이익잉여금	360	361	411	466	527
비지배주주지분	0	0	0	0	0
자본총계	412	414	463	518	579
비이자부채	174	166	159	173	189
총차입금	54	37	33	33	33
순차입금	-131	-131	-378	-447	-519

현금흐름표

(십억원)	2023	2024	2025F	2026F	2027F
영업활동 현금흐름	85	72	102	119	138
당기순이익	44	33	67	77	95
비현금성 비용 및 수익	42	42	37	29	29
유형자산감가상각비	30	32	31	29	29
무형자산상각비	0	0	0	0	0
운전자본변동	-3	-8	-3	13	14
매출채권등의 감소	0	0	0	-1	-1
재고자산의 감소	1	-1	0	0	0
매입채무등의 증가	0	0	0	0	0
기타 영업현금흐름	2	5	1	0	0
투자활동 현금흐름	-49	-40	-9	-29	-31
유형자산의 증가(CAPEX)	-15	-5	-16	-28	-31
유형자산의 감소	0	0	0	0	0
무형자산의 감소(증가)	0	0	0	0	-1
투자자산의 감소(증가)	-33	-35	8	0	0
기타	-1	0	-1	-1	1
재무활동 현금흐름	-21	-49	-29	-22	-35
차입금의 증가(감소)	0	0	0	0	0
자본의 증가	0	0	0	0	0
기타	-21	-49	-29	-22	-35
기타 및 조정	0	0	-1	0	0
현금의 증가	15	-17	63	68	72
기초현금	171	186	168	232	300
기말현금	186	168	232	300	372

매수 (신규)

목표주가 (신규) 23,000원
현재가 (11/11) 17,160원

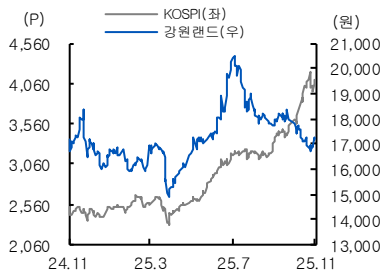
KOSPI (11/11)	4,106.39pt
시가총액	3,671십억원
발행주식수	213,941천주
액면가	500원
52주 최고가	20,550원
최저가	14,920원
60일 일평균거래대금	7십억원
외국인 지분율	12.6%
배당수익률 (2025F)	5.0%

주주구성	
한국광해광업공단	36.27%
국민연금공단	6.06%

주가상승	1M	6M	12M
상대기준	-15%	-35%	-38%
절대기준	-4%	4%	0%

	현재	직전	변동
투자의견	매수	-	-
목표주가	23,000	-	-
EPS(25)	1,154	-	-
EPS(26)	1,139	-	-

강원랜드 상대주가 (%)



강원랜드 (035250)

안정적인 실적 성장

3Q25 Review: 영업이익 719억원(-22.7% YoY)

동사의 3분기 실적은 매출액 3,837억원(+2.2% YoY, +6.4% QoQ), 영업이익 719억원(-22.7% YoY, +24.1% QoQ, OPM 18.7%)를 기록하며 시장기대치(938억원)을 하회했다. 카지노 방문객 수와 드롭액은 각각 66.1만명(+2.1% YoY), 1조 6,026억원(+6.9% YoY)으로 안정적인 성장세를 보였으나, 인건비 및 감가상각비 등 영업비용이 예상치를 상회한 점이 시장기대치 하회의 주 요인이다. 정부경영평가 성과급(71억원), 명예 퇴직금(23억원), 기타 임금상승분이 반영되었으며, 사업장 일부 공사진행에 따른 감가상각비(27억원) 증가했다.

2026년 영업이익 2,796억원(+13.6% YoY) 전망

동사의 2026년 실적은 매출액 1조 5,328억원(+4.7% YoY), 영업이익 2,796억원(+13.6% YoY)으로 전망한다. 동사는 최근 정부 승인을 통해 배팅한도를 상향한 후 드롭액 증가효과가 확인되고 있다. 2027년까지 계획중인 리조트 리노베이션, 카지노 사업장 확대(테이블 50대, 머신 250대)를 통해 카지노/비카지노 매출 모두 점진적 개선이 기대된다. 내년 폐광기금 소송 3심에서 승소할 시 약 2,200억원 규모의 환입금 발생이 예상되며 이에 따라 배당 상향여지가 있는점도 긍정적이다.

투자의견 매수, 목표주가 23,000원으로 신규 커버리지 개시

동사에 대해 투자의견 매수, 목표주가 23,000원으로 신규 커버리지를 개시한다. 목표주가는 2026년 BPS 19,577원에 Target P/B 1.2배를 적용해 산출했다. 1) 배팅액 상향에 따른 실적개선과 2) 안정적인 배당 및 자사주매입 등 적극적인 주주환원 정책에 주목할 시점이다.

(단위:십억원,배)	2023	2024	2025F	2026F	2027F
매출액	1,389	1,427	1,464	1,533	1,584
영업이익	282	286	246	280	293
세전이익	457	565	301	297	312
지배주주순이익	341	457	231	228	240
EPS(원)	1,681	2,280	1,154	1,139	1,196
증가율(%)	194.9	34.0	-49.4	-1.3	5.0
영업이익률(%)	20.3	20.0	16.8	18.3	18.5
순이익률(%)	24.6	32.0	15.8	14.9	15.2
ROE(%)	9.6	12.1	6.0	5.9	6.1
PER	9.5	7.0	14.9	15.1	14.4
PBR	0.9	0.8	0.9	0.9	0.9
EV/EBITDA	7.0	6.6	9.2	8.2	7.7

자료: Company data, IBK투자증권 예상

표 34. Valuation Table

구분	단위	2025E	2026E	비고
지배주주자본	십억원	3,875	3,923	
유통주식 수	주	200,406	200,406	
BPS	원	19,337	19,577	
2026E BPS	원		19,577	
Target Multiple	배		1.2	26E ROE 대비 적정 PBR
목표주가	원		23,000	Rounded
현재주가	원		17,160	2025. 11. 11. 기준
상승여력	%		34.0	

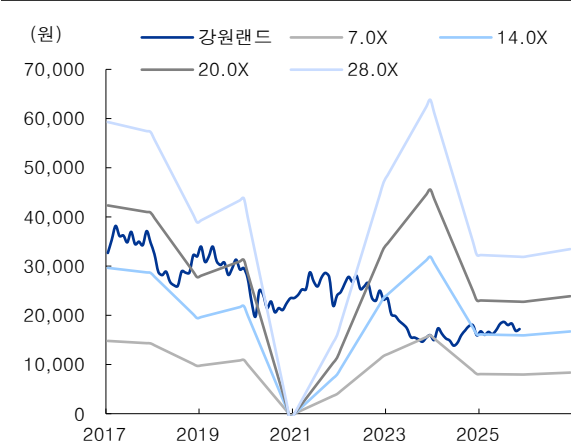
주: 2025년 지배주주순이익은 지분법주식 평가이익을 제거한 수정치
자료: IBK투자증권 추정

표 35. Global Peer Group 테이블

기업명	국가	시가 총액	주가	상대수익률					P/E		P/B		EV/EBITDA		ROE	
				1W	1M	3M	6M	1Y	2025	2026	2025	2026	2025	2026	2025	2026
카지노																
강원랜드	한국	3,673	17,160	2.4	-17.3	-35.6	-55.3	-62.2	11.0	10.6	0.9	0.9	8.4	7.7	8.3	8.3
롯데관광개발	한국	1,497	18,820	3.3	-3.9	-18.9	14.9	54.1	502.8	25.4	4.3	3.7	12.2	10.4	0.9	15.8
파라다이스	한국	1,349	14,600	-21.8	-40.0	-60.3	-42.3	-13.7	15.1	13.3	0.8	0.8	9.0	7.9	5.3	5.9
GKL	한국	870	14,030	-6.9	-22.0	-44.9	-44.8	-32.7	15.3	14.3	1.9	1.8	5.7	5.1	14.0	14.2
샌즈차이나	홍콩	171.3	21.2	4.3	3.5	-0.7	21.0	-26.0	21.1	16.7	13.0	9.6	12.6	11.2	75.8	68.3
갤럭시엔터	홍콩	178.9	40.9	3.5	4.7	-3.8	16.5	-16.9	17.1	15.6	2.2	2.1	11.6	10.6	13.1	13.6
MGM	홍콩	61.3	16.1	2.0	6.9	-5.9	26.5	30.8	12.0	11.0	18.0	9.5	8.7	8.4	297.1	125.5
LV SANDS	미국	35.8	6.8	-0.8	2.0	1.6	7.5	-15.5	15.1	11.1	N/A	N/A	7.8	7.2	-18.7	-27.8
윈 마카오	홍콩	26.9	68.9	3.2	11.0	-4.6	31.2	0.6	15.9	12.0	N/A	N/A	7.5	7.4	-19.8	-29.1
멜코 크라운	홍콩	21.0	3.0	0.3	-3.2	-17.2	12.6	-25.7	147.5	22.0	1.4	1.3	11.2	9.1	0.7	6.1
SJM	홍콩	44.7	66.1	7.4	29.0	17.5	45.5	16.7	22.5	20.6	17.2	12.7	12.0	11.3	76.0	89.6
Wynn 리조트	미국	9.0	32.9	2.5	0.7	-11.7	-19.9	-24.4	16.8	14.9	2.9	2.4	3.0	2.9	18.5	35.5
MGM 리조트	미국	13.4	128.9	2.8	3.2	11.4	25.9	35.2	28.0	22.1	N/A	N/A	10.5	9.9	-10.3	-53.3
국내평균									136.0	15.9	2.0	1.8	8.8	7.8	7.1	11.1
해외평균									32.9	16.2	9.1	6.3	9.4	8.7	48.0	25.4

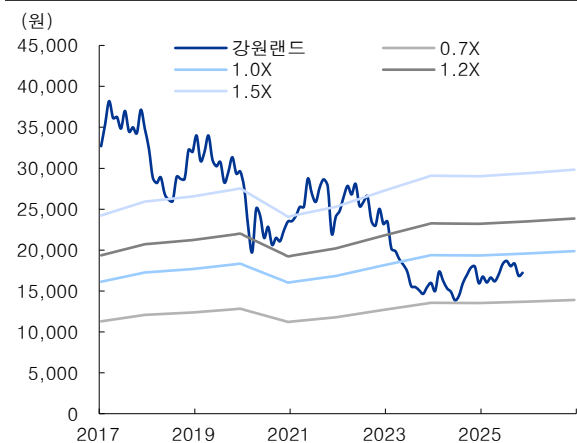
주: 국내기업은 원화, 해외기업은 달러 기준
자료: Bloomberg, IBK투자증권

그림 146. 12M Fwd P/E 밴드차트



자료: Quantiwise, IBK투자증권

그림 147. 12M Fwd P/B 밴드차트



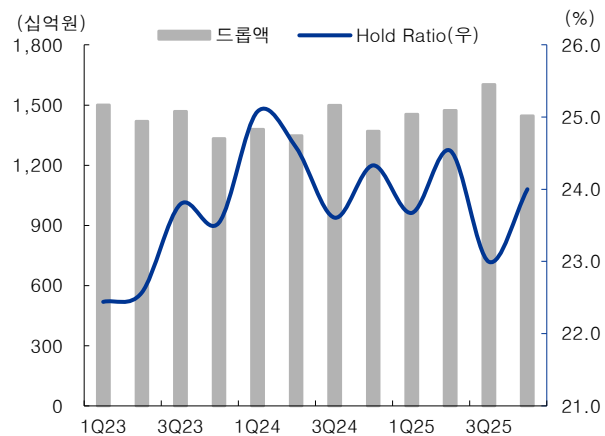
자료: Quantiwise, IBK투자증권

표 36. 강원랜드 실적 추정 테이블

구분	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25P	4Q25E	2024	2025E	2026E
매출액	368	338	376	345	366	361	384	353	1,427	1,464	1,533
카지노	316	305	320	303	317	332	334	312	1,245	1,294	1,348
비카지노	52	33	56	42	49	29	50	41	182	170	185
호텔	26	22	30	26	23	20	27	25	104	94	105
콘도	12	4	11	7	11	4	10	8	34	33	35
기타	14	6	15	8	16	5	13	8	44	43	45
영업이익	76	74	93	43	74	59	72	41	286	246	280
영업이익률	20.6%	21.9%	24.8%	12.4%	20.3%	16.2%	18.7%	11.7%	20.0%	16.8%	18.2%
당기순이익	93	161	91	112	75	63	59	35	457	231	228
순이익률	25.2%	47.6%	24.2%	32.6%	20.4%	17.4%	15.3%	9.9%	32.0%	15.8%	14.9%
YoY 성장률											
매출액	2.9	2.1	0.5	5.9	-0.6	6.8	2.1	2.5	2.8	2.6	4.7
카지노	3.3	3.8	0.1	6.1	0.2	8.6	4.2	3.1	3.2	4.0	4.1
호텔	0.1	-11.6	3.1	4.5	-5.2	-10.0	-10.0	-1.5	-0.4	-6.7	9.0
여행	-5.7	-9.8	-0.6	5.3	-12.2	-10.0	-10.7	-3.9	-2.7	-9.2	11.7
기타	8.2	-13.2	1.4	-2.3	-7.5	-9.5	-6.7	3.1	0.6	-5.2	5.9
영업이익	5.1	-16.4	12.5	8.9	9.5	-10.2	-11.0	1.9	4.4	-1.8	5.5
순이익	8.8	-9.9	1.7	10.2	-2.0	-20.9	-23.0	-2.9	1.2	-13.9	13.6

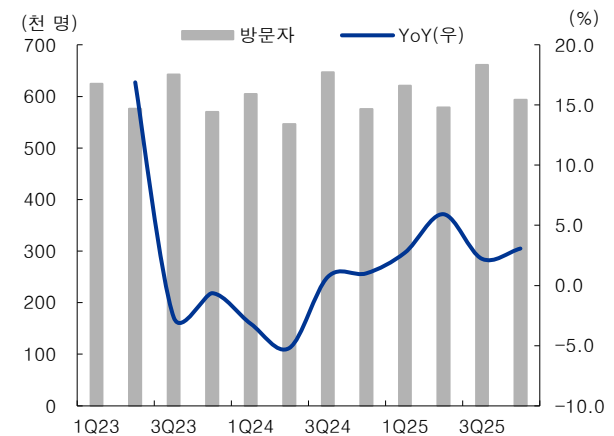
자료: 강원랜드, IBK투자증권 추정

그림 148. 카지노 드롭액, Hold Ratio 추이 및 전망



자료: 강원랜드, IBK투자증권 추정

그림 149. 카지노 방문객 수 추이 및 전망



자료: 강원랜드, IBK투자증권 추정

강원랜드 (035250)

포괄손익계산서

(십억원)	2023	2024	2025F	2026F	2027F
매출액	1,389	1,427	1,464	1,533	1,584
증가율(%)	9.3	2.8	2.6	4.7	3.4
매출원가	979	1,008	1,075	1,105	1,140
매출총이익	409	419	389	427	445
매출총이익률 (%)	29.4	29.4	26.6	27.9	28.1
판매비	127	133	143	148	152
판매비율(%)	9.1	9.3	9.8	9.7	9.6
영업이익	282	286	246	280	293
증가율(%)	29.7	1.2	-13.9	13.6	4.9
영업이익률(%)	20.3	20.0	16.8	18.3	18.5
순금융손익	208	176	75	17	18
이자손익	25	29	21	17	18
기타	183	147	54	0	0
기타영업외손익	-26	104	-19	0	0
종속/관계기업손익	-7	0	-1	0	0
세전이익	457	565	301	297	312
법인세	116	108	70	69	72
법인세율	25.4	19.1	23.3	23.2	23.1
계속사업이익	341	457	231	228	240
중단사업손익	0	0	0	0	0
당기순이익	341	457	231	228	240
증가율(%)	194.8	34.0	-49.4	-1.3	5.0
당기순이익률 (%)	24.6	32.0	15.8	14.9	15.2
지배주주당기순이익	341	457	231	228	240
기타포괄이익	-7	-23	-5	0	0
총포괄이익	333	434	226	228	240
EBITDA	363	364	326	362	378
증가율(%)	22.6	0.4	-10.6	11.2	4.4
EBITDA마진율(%)	26.1	25.5	22.3	23.6	23.9

투자지표

(12월 결산)	2023	2024	2025F	2026F	2027F
주당지표(원)					
EPS	1,681	2,280	1,154	1,139	1,196
BPS	18,141	19,379	19,337	19,577	19,873
DPS	930	1,170	900	900	900
밸류에이션(배)					
PER	9.5	7.0	14.9	15.1	14.4
PBR	0.9	0.8	0.9	0.9	0.9
EV/EBITDA	7.0	6.6	9.2	8.2	7.7
성장성지표(%)					
매출증가율	9.3	2.8	2.6	4.7	3.4
EPS증가율	194.9	34.0	-49.4	-1.3	5.0
수익성지표(%)					
배당수익률	5.8	7.3	5.0	5.0	5.0
ROE	9.6	12.1	6.0	5.9	6.1
ROA	7.9	10.0	5.0	4.9	5.1
ROIC	58.1	81.3	37.2	32.9	34.3
안정성지표(%)					
부채비율(%)	21.0	21.0	18.5	18.9	19.2
순차입금 비율(%)	-24.1	-26.5	-17.5	-18.4	-19.5
이자보상배율(배)	36.9	103.3	103.8	138.0	144.7
활동성지표(배)					
매출채권회전율	261.8	216.2	243.7	311.1	309.2
재고자산회전율	290.8	287.5	332.0	342.1	343.5
총자산회전율	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3

*주당지표 및 밸류에이션은 지배주주순이익 및 지배주주지분 기준

재무상태표

(십억원)	2023	2024	2025F	2026F	2027F
유동자산	1,391	1,214	913	958	1,011
현금및현금성자산	166	244	251	295	347
유가증권	774	837	479	479	479
매출채권	6	7	5	5	5
재고자산	6	4	4	5	5
비유동자산	3,058	3,487	3,678	3,706	3,735
유형자산	1,234	1,254	1,296	1,321	1,348
무형자산	2	13	15	17	20
투자자산	1,555	2,016	2,147	2,147	2,147
자산총계	4,449	4,701	4,591	4,663	4,746
유동부채	701	750	649	673	696
매입채무및기타채무	3	4	4	4	4
단기차입금	0	0	0	0	0
유동성장기부채	0	0	0	0	0
비유동부채	70	67	67	67	67
사채	0	0	0	0	0
장기차입금	3	7	7	7	7
부채총계	771	817	716	740	763
지배주주지분	3,678	3,884	3,875	3,923	3,983
자본금	107	107	107	107	107
자본잉여금	129	129	129	129	129
자본조정등	-174	-214	-214	-214	-214
기타포괄이익누계액	0	0	0	0	0
이익잉여금	3,616	3,861	3,853	3,901	3,960
비지배주주지분	0	0	0	0	0
자본총계	3,678	3,884	3,875	3,923	3,983
비이자부채	716	766	666	690	713
총차입금	55	51	50	50	50
순차입금	-885	-1,030	-679	-723	-775

현금흐름표

(십억원)	2023	2024	2025F	2026F	2027F
영업활동 현금흐름	338	487	140	335	346
당기순이익	341	457	231	228	240
비현금성 비용 및 수익	18	28	66	83	85
유형자산감가상각비	80	78	79	82	84
무형자산상각비	1	1	1	1	1
운전자본변동	-7	9	-132	24	22
매출채권등의 감소	0	0	0	0	0
재고자산의 감소	-1	1	0	0	0
매입채무등의 증가	0	0	0	0	0
기타 영업현금흐름	-14	-7	-25	0	-1
투자활동 현금흐름	-203	-178	102	-110	-114
유형자산의 증가(CAPEX)	-71	-107	-110	-107	-111
유형자산의 감소	1	2	0	0	0
무형자산의 감소(증가)	0	-11	-2	-3	-3
투자자산의 감소(증가)	-867	-800	358	0	0
기타	734	738	-144	0	0
재무활동 현금흐름	-70	-231	-236	-180	-179
차입금의 증가(감소)	2	-1	0	0	0
자본의 증가	0	0	0	0	0
기타	-72	-230	-236	-180	-179
기타 및 조정	0	0	0	-1	-1
현금의 증가	65	78	6	44	52
기초현금	101	166	244	251	295
기말현금	166	244	251	295	347

매수 (유지)

목표주가 (유지) 64,000원
현재가 (11/11) 44,700원

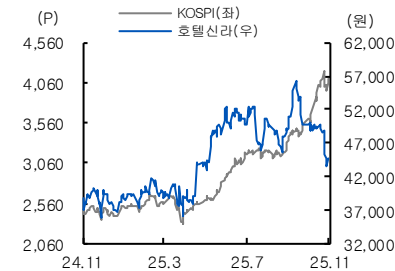
KOSPI (11/11) 4,106.39pt
시가총액 1,785십억원
발행주식수 40,000천주
액면가 5,000원
52주 최고가 54,600원
최저가 35,900원
60일 일평균거래대금 12십억원
외국인 지분율 14.3%
배당수익률 (2025F) 0.0%

주주구성
삼성생명보험 외 5 인 17.34%
국민연금공단 7.02%

	1M	6M	12M
주가상승			
상대기준	-21%	-35%	-29%
절대기준	-10%	3%	15%

	현재	직전	변동
투자의견	매수	매수	-
목표주가	64,000	64,000	-
EPS(25)	-3,657	-3,657	-
EPS(26)	2,320	2,320	-

호텔신라 상대주가 (%)



호텔신라 (008770)

회장님은 호텔에 진심!

4분기 호텔 실적 기여도 확대

호텔신라의 4분기 호텔 사업부 실적 기여도는 더욱 높아질 것으로 전망한다. 그렇게 생각하는 이유는 1) 추석 연휴 시점 차이에 따라 3분기 실적은 둔화되는 구간으로 봐야하고, 2) 제주호텔(중문) 부진이 완화되고 있으며, 3) 신규 파이프라인(신라모노그램 강릉) 운영 정상화와, 4) 일부 사이트에서 APEC 및 MICE 수요 확대 효과가 기대되기 때문이다.

통상 4분기는 제주도 비수기로 이익 기여도가 낮아진다. 하지만, 올해의 경우 추석 황금연휴 수요 증가가 기대되고, 부진했던 제주호텔(중문) 실적 개선이 전망되기에 긍정적인 흐름이 나타날 것으로 전망한다.

면세점 수익성은 안정화 + 호텔 파이프라인 확대로 진화 중

2026년 동사의 실적 턴어라운드 가능성은 높은 것으로 판단한다. 그러한 이유는 1) 인천공항 DF1 철수에 따른 효과가 2분기부터 나타날 것으로 보이고, 2) 면세점 소매비중 증가 및 중국 PKG 수요 확대가 예상되며, 3) 방한외국인 증가에 따른 호텔 사업부 성장이 지속될 것으로 전망하기 때문이다. 동사는 올해 신라모노그램 강릉 출점, 2026년 신라모노그램 중국 시안, 2028년 신라모노그램 부산(오시리아) 등 공격적인 파이프라인 확장이 예정되어 있다. 호텔 파이프라인 확대에 따라 호텔사업부 실적은 증가할 것으로 기대된다.

동사는 호텔사업부 성장 + 면세점 수익성 안정화로 실적 성장을 모색할 전망이다. 면세점 부진으로 2026년 1분기까지 실적 개선은 더디겠지만, 2분기부터는 긍정적인 흐름으로 전환될 것으로 기대한다.

투자의견 매수, 목표주가 6.4만원 유지

(단위:십억원,배)	2023	2024	2025F	2026F	2027F
매출액	3,568	3,948	4,029	3,429	3,279
영업이익	91	-5	30	130	183
세전이익	107	-47	-178	117	195
지배주주순이익	86	-62	-146	93	154
EPS(원)	2,149	-1,538	-3,657	2,320	3,858
증가율(%)	-271.4	-171.5	137.8	-163.4	66.3
영업이익률(%)	2.6	-0.1	0.7	3.8	5.6
순이익률(%)	2.4	-1.6	-3.6	2.7	4.7
ROE(%)	15.0	-6.5	-12.1	7.9	11.9
PER	30.4	-24.0	-12.2	19.3	11.6
PBR	4.3	1.1	1.6	1.5	1.3
EV/EBITDA	16.8	20.8	18.5	11.8	9.4

자료: Company data, IBK투자증권 예상

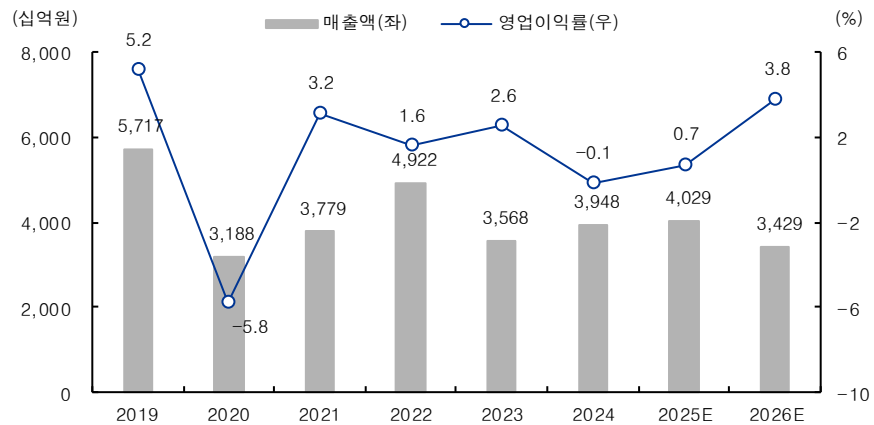
표 37. 호텔신라 실적테이블

(단위: 억 원, %)

	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25P	4Q25E	2024	2025E	2026E
매출액	9,808	10,027	10,162	9,478	9,718	10,254	10,257	10,065	39,475	40,294	34,285
YoY, %	30.4	15.7	0.4	1.1	-0.9	2.3	0.9	6.2	10.6	2.1	-14.9
_면세점	8,307	8,329	8,448	7,735	8,271	8,502	8,496	8,148	32,819	33,417	26,896
YoY, %	36.5	17.6	0.0	0.2	-0.4	2.1	0.6	5.3	11.9	1.8	-19.5
시내점	4,003	3,754	3,707	3,110	3,161	3,635	3,657	3,161	14,574	13,614	13,585
공항점	4,304	4,575	4,741	4,625	5,110	4,867	4,839	4,987	18,245	19,803	13,311
_호텔	1,501	1,698	1,714	1,743	1,447	1,752	1,716	1,917	6,656	6,832	7,389
YoY, %	4.5	6.9	2.8	5.3	-3.6	3.2	0.1	10.0	4.9	2.6	8.2
①서울호텔	458	593	548	632	493	638	616	654	2,231	2,401	2,482
②제주호텔	160	187	218	158	124	173	213	213	723	723	728
③스테이(위탁운영)	465	562	569	622	485	603	596	694	2,218	2,378	2,774
기타+레저	418	356	379	331	345	338	291	356	1,484	1,330	1,405
매출원가	5,802	5,663	6,109	4,210	5,320	5,790	5,692	5,712	21,784	22,513	16,191
YoY, %	33.9	11.1	-5.3	-25.1	-8.3	2.2	-6.8	35.7	1.3	3.3	-28.1
매출총이익	4,006	4,364	4,053	5,268	4,398	4,464	4,565	4,353	17,691	17,781	18,094
YoY, %	25.7	22.1	10.4	40.3	9.8	2.3	12.6	-17.4	24.7	0.5	1.8
매출총이익률, %	40.8	43.5	39.9	55.6	45.3	43.5	44.5	43.2	44.8	44.1	52.8
판매 및 일반관리비	3,885	3,607	3,885	5,547	4,423	4,377	4,451	4,231	16,924	17,482	16,790
YoY, %	36.7	24.3	8.1	40.9	13.9	21.4	14.6	-23.7	27.5	3.3	-4.0
영업이익	121	276	-170	-279	-25	87	114	122	-52	298	1,304
YoY, %	-64.9	-58.9	적전	52.5	적전	-68.5	흑전	흑전	적전	흑전	337.1
영업이익률, %	1.2	2.8	-1.7	-2.9	-0.3	0.8	1.1	1.2	-0.1	0.7	3.8

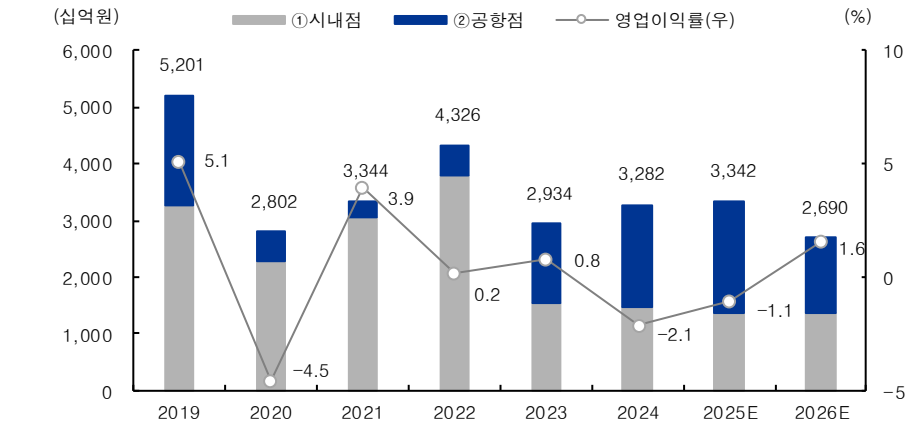
자료: 호텔신라, IBK투자증권

그림 150. 호텔신라 영업실적 추이 및 전망



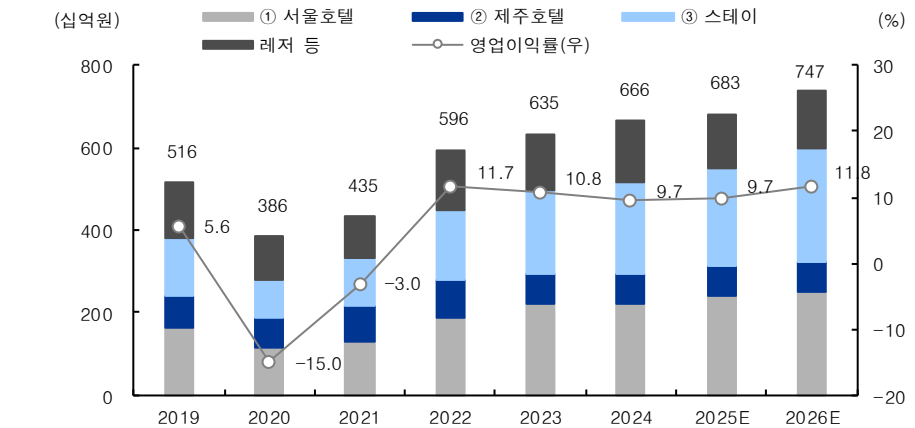
자료: 호텔신라, IBK투자증권

그림 151. TR(면세점) 사업부 영업실적 추이 및 전망



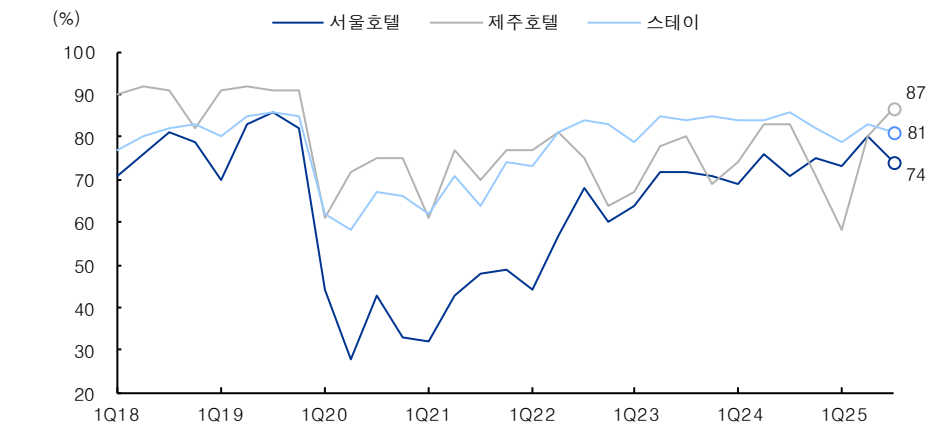
자료: 호텔신라, IBK투자증권

그림 152. 호텔&레저 사업부 영업실적 추이 및 전망



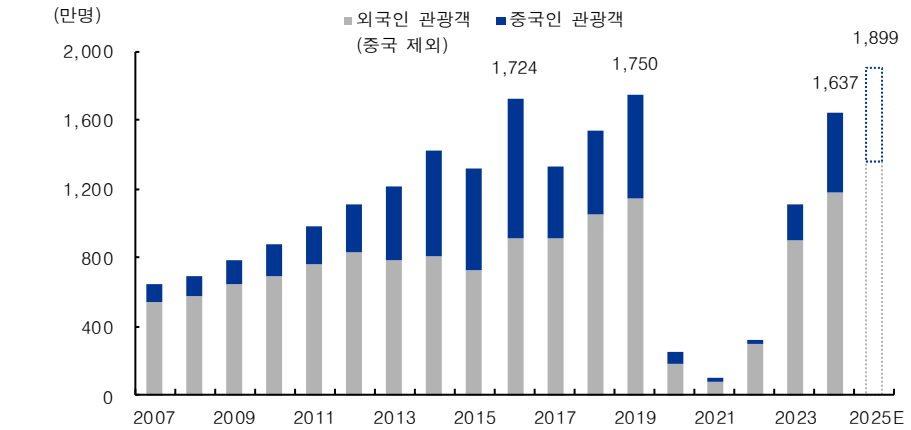
자료: 호텔신라, IBK투자증권

그림 153. 호텔신라 분기별 OCC 추이



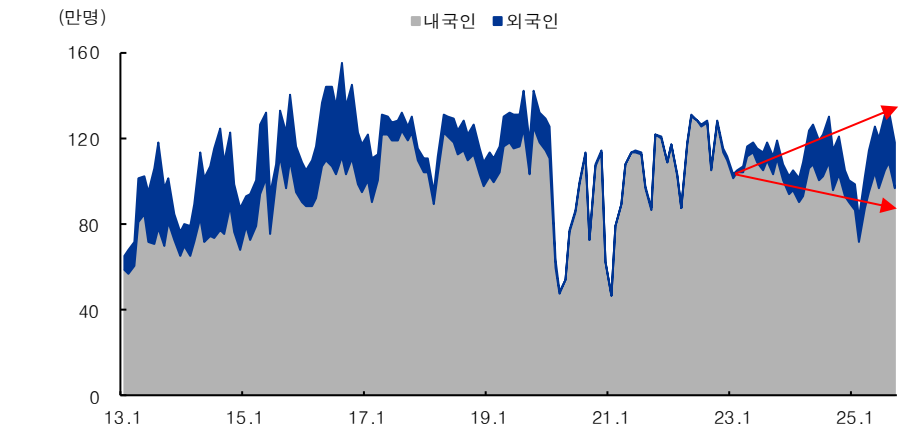
자료: 호텔신라, IBK투자증권

그림 154. 연도별 방한 외국인 관광객 추이



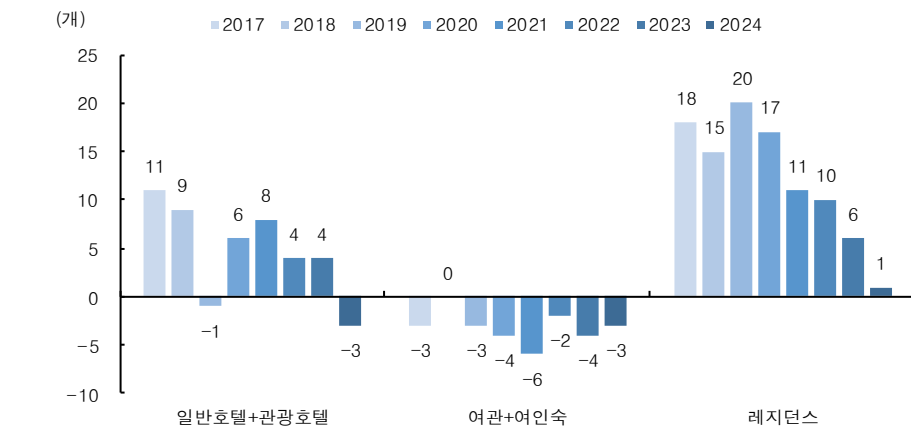
자료: 한국관광데이터랩, IBK투자증권

그림 155. 월별 제주도 입도객 추이



자료: 제주관광협회, IBK투자증권

그림 156. 제주도 서귀포시 관광숙박업체 순증(개업-폐업) 추이



자료: 한국관광데이터랩, IBK투자증권

표 38. 호텔신라 보유·운영 호텔 현황

구분	이름	지역	객실수	개관
5성급 (★★★★★)	서울신라호텔	서울 중구 장충동	464실	79년 3월
	제주신라호텔	제주 서귀포시 색달동	429실	90년 7월
합계			893실	

자료: 호텔신라, IBK투자증권

표 39. 호텔신라 위탁운영 호텔 현황

구분	이름	지역	객실수	개관
3성급 (★★★)	신라스테이 동탄	경기 화성시 반송동	294실	13년 11월
	신라스테이 역삼	서울 강남구 역삼동	306실	14년 10월
	신라스테이 서대문	서울 서대문구 미군동	319실	15년 5월
	신라스테이 울산	울산 남구 달동	335실	15년 7월
	신라스테이 마포	서울 마포구 도화동	382실	15년 9월
	신라스테이 광화문	서울 종로구 수송동	338실	15년 12월
	신라스테이 구로	서울 동작구 신대방동	310실	16년 2월
4성급 (★★★★)	신라스테이 천안	경기 천안시 성정동	309실	16년 7월
	신라스테이 제주	제주 제주시 연동	304실	15년 3월
	신라스테이 서초	서울 서초구 서초동	305실	17년 4월
	신라스테이 해운대	부산 해운대구 우동	407실	17년 4월
	신라스테이 삼성	서울 강남구 삼성동	309실	20년 4월
	신라스테이 서부산	부산 강서구 명지동	295실	21년 4월
	신라스테이 여수	전남 여주시 수정동	315실	22년 10월
	신라스테이 전주	전북 전주시 완산구	210실	24년 12월
	신라스테이 플러스 이호테우	제주 제주시 외도이동	211실	24년 5월
	거제삼성호텔	경남 거제시 장평동	166실	05년 11월
5성급 (★★★★★)	신라 모노그램 다낭	베트남 팡남시	309실	20년 6월
	신라모노그램 강릉	강원 강릉시 송정동	917실*	25년 7월
합계			6,341실	

자료: 신라호텔, IBK투자증권

주: 신라모노그램 강릉은 호텔 315객실, 레지던스 602객실로 구성

표 40. 호텔신라 호텔(위탁운영) 예정 파이프라인

구분	이름	지역	객실수(예정)	개관(예정)
국내	신라스테이 세종	세종 어진동	259실	25년 하반기
	신라모노그램 부산	부산 기장군 시랑리	478실	28년 중
	신라모노그램 남해	남해군 창선면	197실	28년 중
중국	신라모노그램 시안	중국 산시성 시안	260실	25년 말~26년 초
	신라스테이 연청	중국 장쑤성 연청	-	25년 말~26년 초
합계			1,194실+α	

자료: 호텔신라, 언론보도, IBK투자증권

주: 신라모노그램 부산은 호텔 238객실, 휴양콘도미니엄 240실로 구성

호텔신라 (008770)

포괄손익계산서

(십억원)	2023	2024	2025F	2026F	2027F
매출액	3,568	3,948	4,029	3,429	3,279
증가율(%)	-27.5	10.6	2.1	-14.9	-4.4
매출원가	2,150	2,260	2,251	1,619	1,009
매출총이익	1,419	1,687	1,778	1,809	2,271
매출총이익률 (%)	39.8	42.7	44.1	52.8	69.3
판매비	1,327	1,692	1,748	1,679	2,088
판매비율(%)	37.2	42.9	43.4	49.0	63.7
영업이익	91	-5	30	130	183
증가율(%)	16.4	-105.7	-675.4	337.2	40.0
영업이익률(%)	2.6	-0.1	0.7	3.8	5.6
순금융손익	-9	-35	-23	-13	13
이자손익	-23	-33	-23	-13	13
기타	14	-2	0	0	0
기타영업외손익	25	-7	-185	0	0
종속/관계기업손익	0	0	0	0	0
세전이익	107	-47	-178	117	195
법인세	21	14	-32	25	41
법인세율	19.6	-29.8	18.0	21.4	21.0
계속사업이익	86	-62	-146	93	154
중단사업손익	0	0	0	0	0
당기순이익	86	-62	-146	93	154
증가율(%)	-271.4	-171.5	137.8	-163.4	66.3
당기순이익률 (%)	2.4	-1.6	-3.6	2.7	4.7
지배주주당기순이익	86	-62	-146	93	154
기타포괄이익	-10	735	-7	0	0
총포괄이익	76	674	-153	93	154
EBITDA	219	127	153	220	259
증가율(%)	6.9	-41.9	20.1	44.1	17.8
EBITDA마진율(%)	6.1	3.2	3.8	6.4	7.9

투자지표

(12월 결산)	2023	2024	2025F	2026F	2027F
주당지표(원)					
EPS	2,149	-1,538	-3,657	2,320	3,858
BPS	15,212	32,108	28,279	30,599	34,452
DPS	0	0	0	0	0
밸류에이션(배)					
PER	30.4	-24.0	-12.2	19.3	11.6
PBR	4.3	1.1	1.6	1.5	1.3
EV/EBITDA	16.8	20.8	18.5	11.8	9.4
성장성지표(%)					
매출증가율	-27.5	10.6	2.1	-14.9	-4.4
EPS증가율	-271.4	-171.5	137.8	-163.4	66.3
수익성지표(%)					
배당수익률	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
ROE	15.0	-6.5	-12.1	7.9	11.9
ROA	2.9	-1.8	-3.9	2.5	4.0
ROIC	12.6	-5.1	-9.0	6.5	11.6
안정성지표(%)					
부채비율(%)	394.1	197.0	228.9	207.1	185.2
순차입금 비율(%)	177.8	91.4	91.5	65.8	46.6
이자보상배율(배)	1.8	-0.1	0.5	2.5	4.1
활동성지표(배)					
매출채권회전율	52.8	46.3	48.2	47.2	50.2
재고자산회전율	6.0	6.3	6.6	6.3	6.5
총자산회전율	1.2	1.2	1.1	0.9	0.9

*주당지표 및 밸류에이션은 지배주주순익 및 지배주주지분 기준

재무상태표

(십억원)	2023	2024	2025F	2026F	2027F
유동자산	1,380	1,411	1,412	1,532	1,712
현금및현금성자산	412	370	395	662	820
유가증권	30	33	173	137	142
매출채권	85	86	81	64	66
재고자산	630	623	604	493	510
비유동자산	1,626	2,403	2,308	2,227	2,218
유형자산	573	1,536	1,502	1,437	1,405
무형자산	29	23	21	16	12
투자자산	330	299	299	297	307
자산총계	3,007	3,814	3,720	3,759	3,930
유동부채	1,188	1,150	1,244	1,218	1,231
매입채무및기타채무	272	206	243	192	199
단기차입금	150	11	3	3	3
유동성장기부채	190	320	389	389	389
비유동부채	1,210	1,380	1,345	1,317	1,320
사채	749	854	867	867	867
장기차입금	0	0	0	0	0
부채총계	2,398	2,530	2,589	2,535	2,552
지배주주지분	608	1,284	1,131	1,224	1,378
자본금	200	200	200	200	200
자본잉여금	197	206	206	206	206
자본조정등	-104	-104	-104	-104	-104
기타포괄이익누계액	12	759	752	752	752
이익잉여금	304	223	78	170	324
비지배주주지분	0	0	0	0	0
자본총계	608	1,284	1,131	1,224	1,378
비이자부채	875	953	985	931	948
총차입금	1,523	1,577	1,604	1,604	1,604
순차입금	1,081	1,173	1,035	805	642

현금흐름표

(십억원)	2023	2024	2025F	2026F	2027F
영업활동 현금흐름	243	69	325	257	218
당기순이익	86	-62	-146	93	154
비현금성 비용 및 수익	127	218	357	102	64
유형자산감가상각비	115	122	115	84	72
무형자산상각비	13	10	7	5	4
운전자본변동	12	-98	122	74	-13
매출채권등의 감소	0	0	2	17	-2
재고자산의 감소	-67	29	9	111	-17
매입채무등의 증가	0	0	-5	-51	7
기타 영업현금흐름	18	11	-8	-12	13
투자활동 현금흐름	-231	-95	-169	9	-69
유형자산의 증가(CAPEX)	-55	-74	-46	-20	-40
유형자산의 감소	1	0	0	0	0
무형자산의 감소(증가)	0	1	0	0	0
투자자산의 감소(증가)	-126	-27	-139	2	-10
기타	-51	5	16	27	-19
재무활동 현금흐름	-138	-30	-126	1	9
차입금의 증가(감소)	0	0	0	0	0
자본의 증가	0	0	0	0	0
기타	-138	-30	-126	1	9
기타 및 조정	4	15	-5	0	0
현금의 증가	-122	-41	25	267	158
기초현금	534	412	370	395	662
기말현금	412	370	395	662	820

매수 (신규)

목표주가 (신규) 56,000원
현재가 (11/11) 38,400원

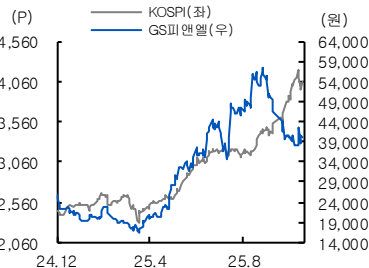
KOSPI (11/11) 4,106.39pt
시가총액 762십억원
발행주식수 19,831천주
액면가 1,000원
52주 최고가 57,600원
최저가 16,590원
60일 일평균거래대금 10십억원
외국인 지분율 12.3%
배당수익률 (2025F) 0.4%

주주구성
GS 외 2 인 58.62%
국민연금공단 5.00%

	1M	6M	12M
주가상승			
상대기준	-24%	13%	0%
절대기준	-14%	79%	0%

	현재	직전	변동
투자의견	매수	-	-
목표주가	56,000	-	-
EPS(23)	1,537	-	-
EPS(24)	2,781	-	-

GS피앤엘 상대주가 (%)



GS피앤엘 (499790)

Five Stars!

4분기 영업이익은 역대 최고 수준 예상

GS피앤엘 4분기 영업실적은 역대 최대 수준을 기록할 것으로 추정한다. 4분기 연결기준 매출액은 1,497억 원, 영업이익 262억 원을 달성할 전망이다. 긍정적 실적을 예상하는 이유는 1) 방한 외국인 증가에 따라 주요 사이트 영업실적 개선이 이어질 가능성이 높고, 2) 나인트리 ADR 상승과, 3) 웨스틴 서울 파르나스 정상 운영에 따른 이익 기여도 확대가 전망되기 때문이다.

4분기는 웨스틴 서울 파르나스 운영이 본격화되는 시점이다. 또한, 4분기의 경우 5성급 호텔의 식음 및 연회 매출 성수기로 동사의 영업실적은 더욱 개선될 것으로 전망한다. 당사에서는 4분기 객실 매출은 654억 원, 연회 및 식음 매출액은 457억 원으로 각각 역대 최대 수준을 기록할 것으로 전망하고 있다.

2026년 본격화되는 이익 성장 구간

2026년 영업실적 역시 역대 최대 수준을 기록할 가능성이 높다. 당사에서는 2026년 매출액을 6,456억 원(전년대비 +35.7%), 영업이익 1,137억 원(전년대비 +57.9%)으로 추정한다. 긍정적 추정의 근거는 1) 외국인 방한 수요 성장을 예상하고 있고, 2) 글로벌 호텔 업체들과 비교할 때 ADR 상승 여력이 있다고 보고 있으며, 3) 웨스틴 서울 파르나스 운영 정상화에 따른 기여도 확대가 예상되기 때문이다.

동사는 코엑스 호텔을 리뉴얼 하면서 웨스틴 브랜드를 도입하였다. 외국인 모객 확대와 하이엔드 브랜드 이미지를 더하기 위한 전략으로 국내 관광시장 추세를 감안할 경우 긍정적으로 해석하고 있다. 2026년 웨스틴 서울 파르나스 RevPAR는 약 36만원 수준으로 추정하며, 객실 매출액은 약 817억 원, 총 매출액은 1,600억 원 수준으로 전망하고 있다.

(단위:십억원,배)	2023	2024	2025F	2026F	2027F
매출액	0	38	480	650	671
영업이익	0	0	73	113	122
세전이익	0	-1	58	101	113
당기순이익	0	-1	30	55	62
EPS(원)	0	-49	1,537	2,781	3,107
증가율(%)	0.0	0.0	-3,264.6	80.9	11.7
영업이익률(%)	0	0.0	15.2	17.4	18.2
순이익률(%)	0	-2.6	9.4	12.2	13.1
ROE(%)	0.0	-0.1	3.6	6.2	6.5
PER	0.0	-457.0	26.2	14.5	13.0
PBR	0.0	0.5	0.9	0.9	0.8
EV/EBITDA	0.0	260.9	11.8	8.6	7.7

자료: Company data, IBK투자증권 예상

투자의견 매수, 목표주가 56,000원으로 기업분석 개시

투자의견 매수,
목표주가 56,000원 제시

GS피앤엘에 대해 투자의견 매수 및 목표주가 56,000원을 제시하며 커버리지를 개시한다. 목표주가 선정은 2026년 예상 EPS 2,787원에 Target PER 20배를 적용하여 산정하였다. Target PER 20배는 글로벌 Peer 호텔 PER 평균 27.5배를 25% 할인한 수치로 적절하다고 판단한다.

웨스틴 파르나스 서울
정상 운영 시작

동사에 대해서 긍정적 시각을 제시하는 이유는 1) 방한 외국인 수요 증가가 역대 최고 수준을 기록하고 있고, 2) 호텔 공급이 당분간 쉽지 않을 것으로 예상됨에 따라 수요가 공급을 주도하는 시장이 이어질 가능성이 높으며, 3) 웨스틴 파르나스 서울 정상 운영에 따른 이익 기여도 증가와, 4) 제주 파르나스 영업실적 개선 가능성이 높다고 판단하기 때문이다.

2027년 추가
파이프라인도 예정

동사의 실적 성장은 2026년부터 본격화될 예정이다. 웨스틴 서울 파르나스의 정상적 운영이 예정되어 있고, 제주 파르나스 호텔의 경우에도 내국인 감소세 둔화 + 외국인 수요 증가에 따른 효과가 기대되기 때문이다. 또한, 2027년 인스케이프 양양 by 파르나스(393객실) 운영이 본격화될 것으로 보여 파이프라인 증가에 따른 효과도 기대할 수 있다.

동사는 5성급 호텔 비중이 높고, 삼성역(코엑스)에 위치해 안정적인 비즈니스 수요를 수용할 수 있는 장점이 있다. 여기에 나인트리, 제주 파르나스 등 레저 수요도 수용할 수 있는 파이프라인을 구축하고 있는 만큼 외국인 수요 증가에 따른 실적 성장도 가능할 전망이다.

그림 157. 웨스틴 서울 파르나스(2025년 9월 15일 리뉴얼 오픈)



자료: Marriott, IBK투자증권

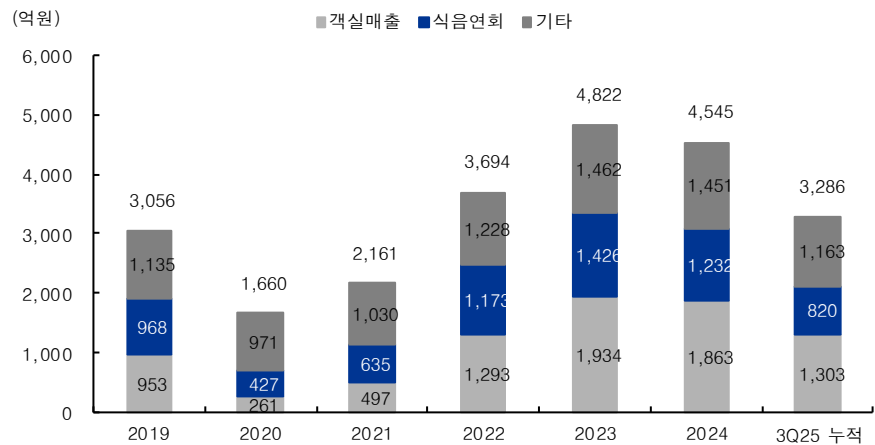
표 41. GS피앤엘 실적테이블

(단위: 억 원, %)

	1Q25	2Q25	3Q25P	4Q25E	1Q26E	2Q26E	3Q26E	4Q26E	2025E	2026E
매출액	945	1,121	1,220	1,511	1,408	1,651	1,758	1,682	4,797	6,499
_ 객실매출	343	460	495	654	593	742	784	749	1,952	2,867
_ 연회 및 식음	228	271	316	457	423	498	544	513	1,271	1,978
_ 임대매출	234	241	238	239	246	253	249	251	952	999
매출원가	709	915	928	1,126	1,009	1,282	1,323	1,236	3,672	4,832
매출총이익	235	207	292	386	400	368	435	447	1,120	1,649
매출총이익률, %	24.9	18.4	24.0	25.6	28.4	22.3	24.7	26.5	23.4	25.4
판매 및 일반관리비	83	91	93	125	124	129	130	130	392	513
영업이익	152	116	199	261	276	239	304	316	728	1,135
영업이익률, %	16.1	10.3	16.3	17.3	19.6	14.5	17.4	18.9	15.2	17.5

자료: GS피앤엘, IBK투자증권

그림 158. 파르나호텔 분류별 매출액 추이



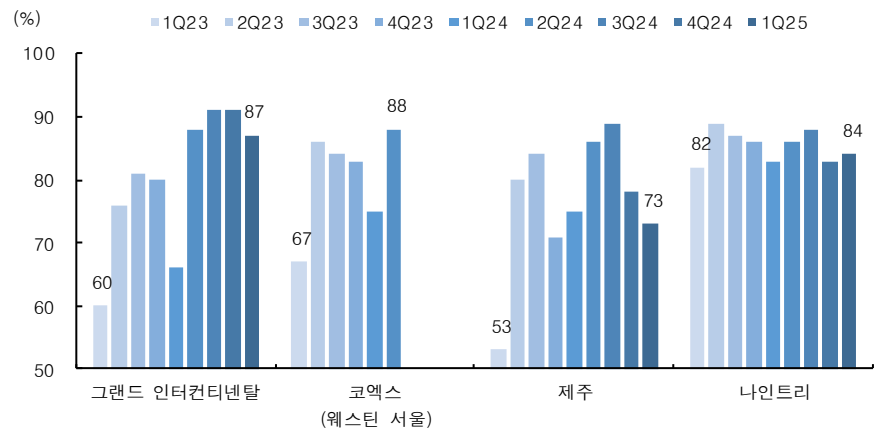
자료: 전자공시시스템, IBK투자증권

표 42. GS피앤엘 보유 호텔 현황

구분	이름	지역	객실수	개관
5성급 (★★★★★)	그랜드 인터컨티넨탈 서울 파르나스	서울 강남구 삼성동	550실	88년 08월
	웨스틴 서울 파르나스	서울 강남구 삼성동	564실	25년 09월
	파르나스 호텔 제주	제주 서귀포시 색달동	307실	22년 07월
4성급 (★★★★)	나인트리 바이 파르나스 서울 명동 II	서울 중구 초동	408실	17년 03월
	나인트리 바이 파르나스 서울 인사동	서울 종로구 관훈동	301실	19년 10월
	나인트리 바이 파르나스 서울 판교	성남시 수정구 시흥동	315실	21년 06월
	나인트리 프리미어 로카우스(위탁운영)	서울 용산구 한강로3가	274실	23년 04월
3성급 (★★★)	나인트리 바이 파르나스 서울 명동 I	서울 중구 명동	144실	12년 12월
	나인트리 바이 파르나스 서울 동대문	서울 중구 을지로	219실	20년 01월
레지던스	레스케이프 양양 바이 파르나스	경기도 양양군(낙산)	393실	27년 예정
합계 (레스케이프 양양 제외)			3,082실	

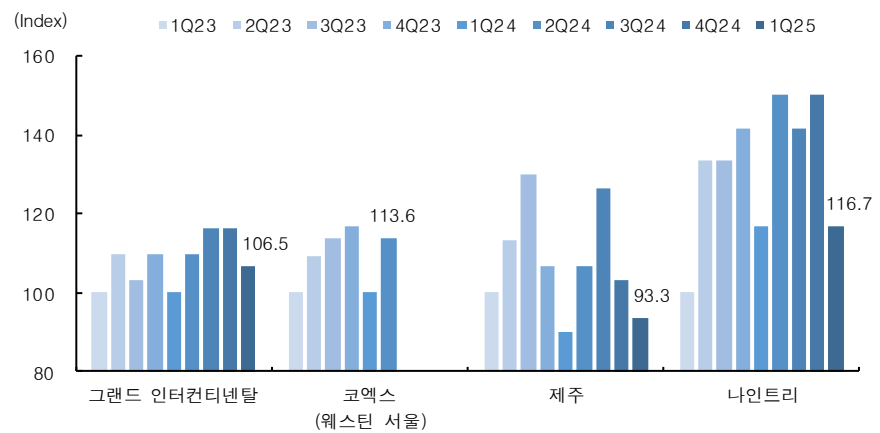
자료: GS피앤엘, IBK투자증권

그림 159. 파르나스호텔 OCC 추이



자료: 업계자료, IBK투자증권

그림 160. 파르나스호텔 ADR 추이 (1Q23=100)



자료: 업계자료, IBK투자증권

GS피앤엘 (499790)

포괄손익계산서

(십억원)	2023	2024	2025F	2026F	2027F
매출액	0	38	480	650	671
증가율(%)	na	na	1,151.9	35.5	3.3
매출원가	0	33	368	485	488
매출총이익	0	5	112	165	183
매출총이익률 (%)	0	13.2	23.3	25.4	27.3
판매비	0	5	39	51	61
판매비율(%)	0	13.2	8.1	7.8	9.1
영업이익	0	0	73	113	122
증가율(%)	na	na	na	55.9	7.8
영업이익률(%)	0	0.0	15.2	17.4	18.2
순금융손익	0	-1	-15	-12	-9
이자손익	0	-1	-15	-12	-9
기타	0	0	0	0	0
기타영업외손익	0	0	0	0	0
종속/관계기업손익	0	0	0	0	0
세전이익	0	-1	58	101	113
법인세	0	0	13	22	25
법인세율	na	0.0	22.4	21.8	22.1
계속사업이익	0	-1	45	79	88
중단사업손익	0	0	0	0	0
당기순이익	0	-1	45	79	88
증가율(%)	na	na	-4,026.1	76.5	11.7
당기순이익률 (%)	0	-2.6	9.4	12.2	13.1
지배주주당기순이익	0	-1	30	55	62
기타포괄이익	0	1	-1	0	0
총포괄이익	0	0	44	79	88
EBITDA	0	5	143	191	210
증가율(%)	na	na	2,734.0	33.5	9.9
EBITDA마진율(%)	0	13.2	29.8	29.4	31.3

투자지표

(12월 결산)	2023	2024	2025F	2026F	2027F
주당지표(원)					
EPS	0	-49	1,537	2,781	3,107
BPS	0	42,183	43,696	46,327	49,135
DPS	0	0	150	300	350
밸류에이션(배)					
PER	0.0	-457.0	26.2	14.5	13.0
PBR	0.0	0.5	0.9	0.9	0.8
EV/EBITDA	0.0	260.9	11.8	8.6	7.7
성장성지표(%)					
매출증가율	0.0	0.0	1,151.9	35.5	3.3
EPS증가율	0.0	0.0	-3,264.6	80.9	11.7
수익성지표(%)					
배당수익률	0.0	0.0	0.4	0.8	0.9
ROE	0.0	-0.1	3.6	6.2	6.5
ROA	0.0	-0.1	1.9	3.3	3.6
ROIC	0.0	-0.1	3.9	7.0	8.1
안정성지표(%)					
부채비율(%)	0.0	83.5	84.5	79.5	73.6
순차입금 비율(%)	na	38.6	37.3	30.4	24.5
이자보상배율(배)	0.0	0.0	4.7	7.0	7.5
활동성지표(배)					
매출채권회전율	0.0	0.0	21.5	25.0	24.1
재고자산회전율	0.0	0.0	203.8	224.6	216.9
총자산회전율	0.0	0.0	0.2	0.3	0.3

*주당지표 및 밸류에이션은 지배주주순이익 및 지배주주지분 기준

재무상태표

(십억원)	2023	2024	2025F	2026F	2027F
유동자산	0	34	96	163	225
현금및현금성자산	0	8	51	113	173
유가증권	0	0	13	15	15
매출채권	0	20	25	27	28
재고자산	0	2	3	3	3
비유동자산	0	2,236	2,256	2,260	2,261
유형자산	0	1,269	1,288	1,251	1,206
무형자산	0	13	13	12	12
투자자산	0	7	7	7	7
자산총계	0	2,270	2,351	2,423	2,486
유동부채	0	227	197	204	197
매입채무및기타채무	0	6	5	5	6
단기차입금	0	12	15	15	15
유동성장기부채	0	30	0	0	0
비유동부채	0	806	880	868	856
사채	0	0	100	100	100
장기차입금	0	140	130	130	130
부채총계	0	1,033	1,077	1,073	1,054
지배주주지분	0	837	867	919	974
자본금	0	20	20	20	20
자본잉여금	0	818	818	818	818
자본조정등	0	-1	-1	-1	-1
기타포괄이익누계액	0	0	0	0	0
이익잉여금	0	-1	30	82	138
비지배주주지분	0	400	408	431	458
자본총계	0	1,237	1,274	1,350	1,432
비이자부채	0	547	538	534	515
총차입금	0	486	539	539	539
순차입금	0	478	475	411	351

현금흐름표

(십억원)	2023	2024	2025F	2026F	2027F
영업활동 현금흐름	0	-5	117	154	175
당기순이익	0	-1	45	79	88
비현금성 비용 및 수익	0	7	92	90	97
유형자산감가상각비	0	5	70	77	87
무형자산상각비	0	0	1	1	1
운전자본변동	0	-9	2	-2	-1
매출채권등의 감소	0	0	-6	-3	-1
재고자산의 감소	0	0	-1	0	0
매입채무등의 증가	0	0	1	1	0
기타 영업현금흐름	0	-2	-22	-13	-9
투자활동 현금흐름	0	-13	-115	-84	-90
유형자산의 증가(CAPEX)	0	-14	-81	-40	-42
유형자산의 감소	0	0	0	0	0
무형자산의 감소(증가)	0	0	0	0	0
투자자산의 감소(증가)	0	0	-10	0	0
기타	0	1	-24	-44	-48
재무활동 현금흐름	0	15	40	-8	-25
차입금의 증가(감소)	0	15	-37	0	0
자본의 증가	0	0	0	0	0
기타	0	0	77	-8	-25
기타 및 조정	0	0	0	0	0
현금의 증가	0	-3	42	62	60
기초현금	0	11	8	51	113
기말현금	0	8	51	113	173

용어정리

[카지노 산업]

- (1) 드롭액 = 카지노 고객이 칩으로 교환한 금액
- (2) 홀드율(Hold Rate) = 드롭액 중 카지노가 회수한 금액 비율(카지노의 승률)
- (3) 콤플(Compliment) = 카지노가 고객에게 제공하는 일종의 마일리지(시설 내 사용 가능)
- (4) VIP(하이roller) = 베팅 금액이 큰 주요 고객, 콤플 지급
- (5) 매스(MASS) = VIP를 제외한 일반 고객
- (6) 정킷(Junket) = 타인의 비용으로 여행하는 사람(카지노가 VIP 유치에 위해 활용)
- (7) 정킷(Junket Operator) = 고객 VIP와 카지노 등을 연결하여 커미션을 받는 사업자
- (8) 복합리조트(IR, Integrated Resort) = 카지노, 호텔, MICE 등 다양한 시설을 갖춘 리조트

[호텔산업]

- (1) ADR (Average Daily Rate, 판매객실 평균요금) = $\frac{(\text{객실 매출액})}{(\text{판매 객실수})}$
- (2) OCC (Occupancy, 객실 이용율) = $\frac{(\text{판매 객실수})}{(\text{판매 가능 객실수})}$
- (3) RevPAR (Revenue Per Available Room, 판매가능 객실당 수입) = $\frac{(\text{객실 매출액})}{(\text{판매 가능 객실수})}$
- (4) LOS(Length Of Stay, 평균 숙박(체제) 기간) = $\frac{(\text{판매 객실수})}{(\text{객실 예약수})}$
- (5) PKG(Package) = 패키지 여행
- (6) FIT (Free Independent Tour) = 자유여행
- (7) MICE (Meeting, Incentive, Convention, Exhibition/Event) = 회의, 포상, 전시/박람회 등

Compliance Notice

동 자료에 게재된 내용들은 외부의 압력이나 부당한 간섭없이 본인의 의견을 정확하게 반영하여 작성되었음을 확인합니다.

동 자료는 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.

동 자료는 조사분석자료 작성에 참여한 외부인(계열회사 및 그 임직원등)이 없습니다.

조사분석 담당자 및 배우자는 해당종목과 재산적 이해관계가 없습니다.

동 자료에 언급된 종목의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.

당사는 상기 명시한 사항 외 고지해야 하는 특별한 이해관계가 없습니다.

종목명	담당자	담당자(배우자) 보유여부			1%이상 보유여부	유가증권 발행관련	계열사 관계여부	공개매수 사무취급	IPO	회사채 지급보증	중대한 이해관계	M&A 관련
		수량	취득가	취득일								
해당 사항 없음												

투자 의견 안내 (투자기간 12개월)

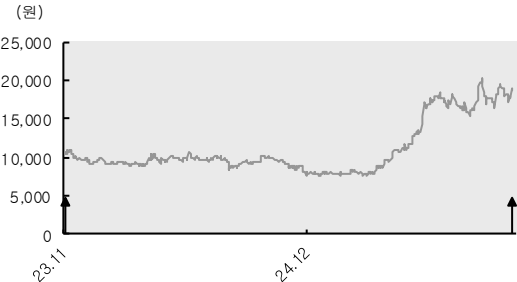
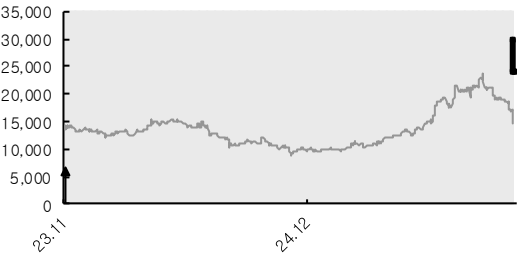
종목 투자 의견 (절대 수익률 기준)			
매수 15% 이상	Trading Buy (중립) 0%~15%	중립 -15%~0%	축소 -15% 이상 하락
업종 투자 의견 (상대 수익률 기준)			
비중 확대 +10% ~	중립 -10% ~ +10%	비중 축소 ~ -10%	

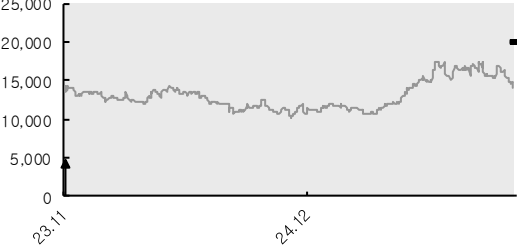
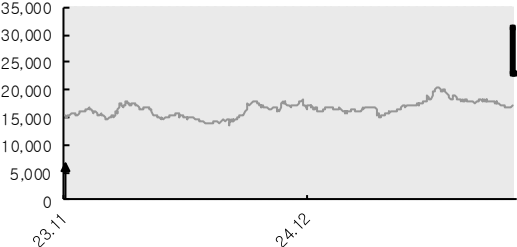
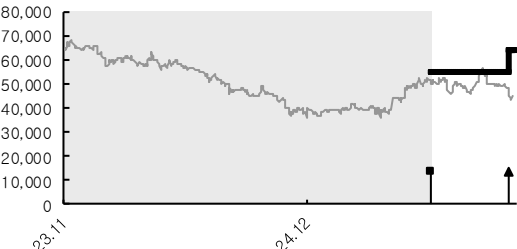
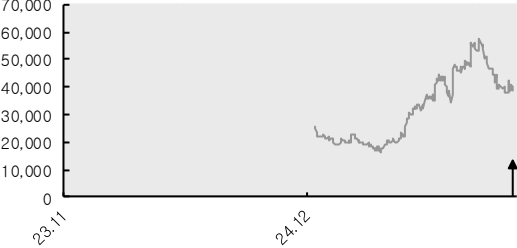
투자등급 통계 (2024.10.01~2025.09.30)

투자등급 구분	건수	비율(%)
매수	129	90.8
Trading Buy (중립)	11	7.7
중립	2	1.4
매도	0	0

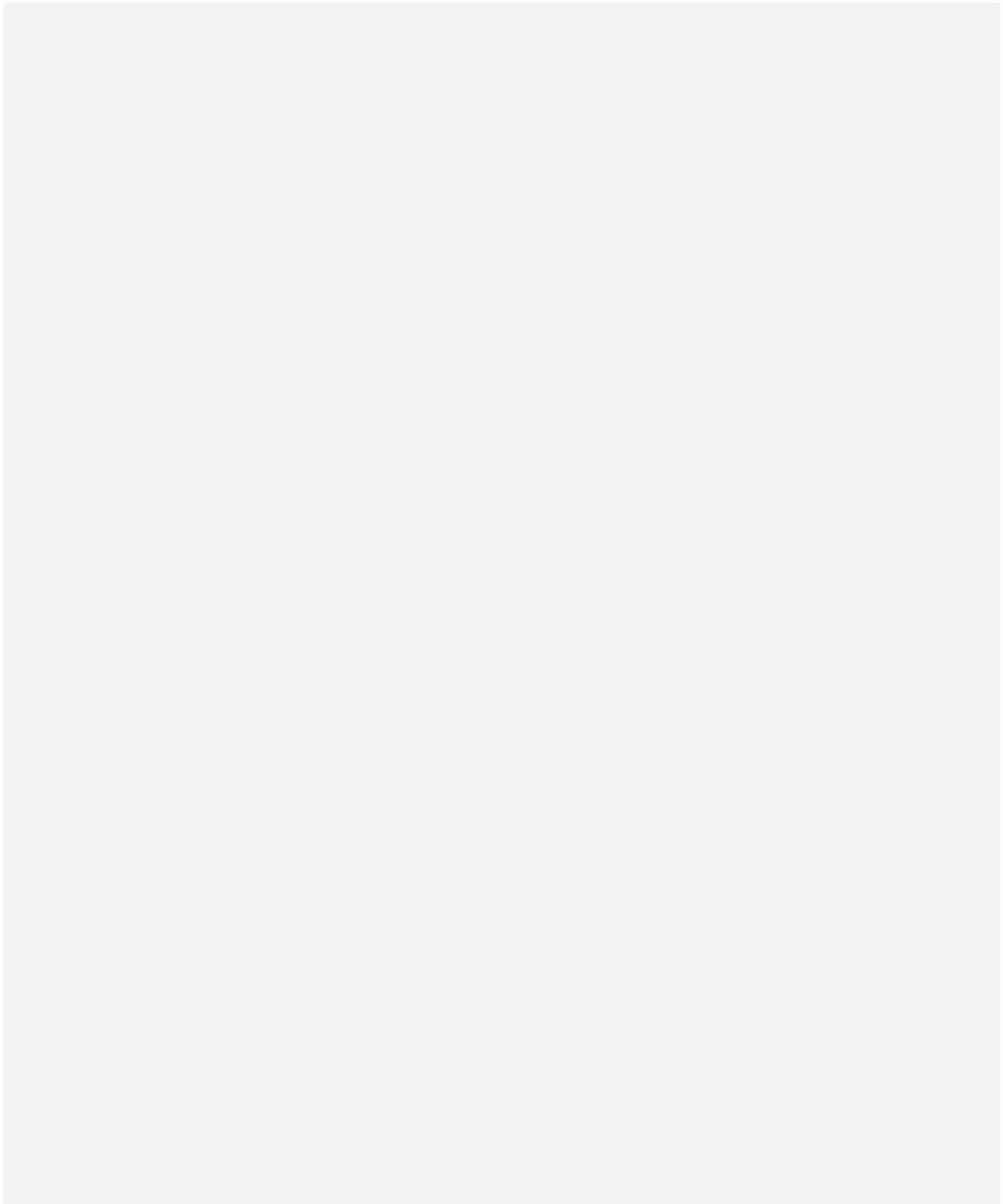
최근 2년간 주가 그래프 및 목표주가(대상 시점 1년) 변동 추이

(▲) 매수, (■) Trading Buy (중립), (●) 중립, (◆) 축소, (■) Not Rated / 담당자 변경

롯데관광개발	추천일자	투자 의견	목표가(원)	과리율(%)	
				평균	최고/최저
	2023.01.04	매수	19,000	-36.20	-8.42
	2024.01.04	1년 경과	19,000	-50.67	-42.95
	2025.01.04	1년 경과	19,000	-30.39	6.32
	2025.11.11	담당자 변경			
	2025.11.12	매수	32,000		
파라다이스	추천일자	투자 의견	목표가(원)	과리율(%)	
				평균	최고/최저
	2025.11.12	매수	24,000		

GKL	추천일자	투자의견	목표가(원)	과리율(%)	
				평균	최고/최저
(원) 	2025.11.12	매수	20,000		
강원랜드	추천일자	투자의견	목표가(원)	과리율(%)	
				평균	최고/최저
(원) 	2022.11.28	매수	31,500	-40.88	-20.48
	2023.11.28	1년경과	31,500	-49.81	-42.67
	2024.11.28	1년경과	31,500	-45.07	-34.76
	2025.11.11	담당자변경			
	2025.11.12	매수	23,000		
호텔신라	추천일자	투자의견	목표가(원)	과리율(%)	
				평균	최고/최저
(원) 	2025.06.30	Trading Buy	55,000	-9.21	2.55
	2025.11.04	매수	64,000	-30.39	-29.30
	2025.11.12	매수	64,000		
GS피앤엘	추천일자	투자의견	목표가(원)	과리율(%)	
				평균	최고/최저
(원) 	2025.11.12	매수	56,000		

Note





IBKS Research Center

성명	직급	담당업종	전화	이메일
용대인	전무(부문장)	총괄	6915-5400	daeinyong@ibks.com
이승훈	상무대우(본부장)	AI/인터넷/게임	6915-5680	dozed@ibks.com

투자분석부

변준호	연구위원	Strategy	6915-5670	ymaezono@ibks.com
정용택	수석 Economist	Economy	6915-5701	ytjeong0815@ibks.com
김인식	연구위원	자산배분/ETF	6915-5472	kds4539@ibks.com
정형주	연구위원	채권/크레딧	6915-5654	hj.jeong@ibks.com
조경진	연구위원	해외주식	6815-5464	ckjins@ibks.com
권순호	연구원	Quant	6915-5667	snowkonn@ibks.com

기간산업분석부

이동욱	연구위원	에너지	6915-5671	treestump@ibks.com
남성현	연구위원	유통·식자재/지주	6915-5672	rockrole@ibks.com
김유혁	연구위원	미디어/엔터/레저	6915-5673	yuhyuk.kim@ibks.com
이현욱	연구원	자동차/2차전지	6915-5659	hwle1125@ibks.com
오지훈	연구원	조선/기계	6915-5662	jihoonoh@ibks.com

혁신기업분석부

이건재	연구위원	소재·부품·장비/스몰캡	6915-5676	geonjaelee83@ibks.com
김운호	연구위원	IT/반도체	6915-5656	unokim88@ibks.com
김태현	연구위원	음식료/유틸리티/통신	6915-5658	kith0923@ibks.com
정이수	연구위원	제약/바이오	6915-5677	ysjeong306@ibks.com
조정현	연구원	건설/부동산	6915-5660	controlh@ibks.com
강민구	연구원	IT/디스플레이	6915-5473	kmg@ibks.com

“국민과 중소기업에 필요한 참 좋은 IBK투자증권”



서울특별시 영등포구 여의도동 국제금융로 6길 11
대표번호 02-6915-5000
고객지원부 1588-0030, 1544-0050

영업부	02) 6915-2626	IBK WM센터 대구	053) 752-3535
강남센터	02) 2051-5858	IBK WM센터 광주	062) 382-6611
강남역 금융센터	02) 532-0210	IBK WM센터 일산	031) 904-3450
분당센터	031) 705-3600	IBK WM센터 판교	031) 724-2630
IBK WM센터 강남센트럴	02) 556-4999	IBK WM센터 평촌	031) 476-1020
IBK WM센터 목동	02) 2062-3002	IBK WM센터 천안	041) 569-8130
IBK WM센터 도곡	02) 2057-9300	IBK WM센터 부산	051) 741-8810
IBK WM센터 한남동	02) 796-8500	IBK WM센터 창원	055) 282-1650
IBK WM센터 중계동	02) 948-0270	IBK WM센터 울산	052) 271-3050
IBK WM센터 반포자이	02) 3481-6900	IBK WM센터 시화공단	031) 498-7900
IBK WM센터 동부이촌동	02) 798-1030	IBK WM센터 남동산단	032) 822-6200