

호텔/레저 Overweight

길에서 잘 순 없잖아



2025.09.03 | Collaboration Report

Analyst 이기훈 sacredkh@hanafn.com

Analyst 서현정 hjs0214@hanafn.com

하나증권

호텔/레저 Overweight

길에서 잘 손 없잖아

Summary

- ✓ 인바운드, 호텔 실적 모두 사상 최대치를 달성 중
- ✓ 공급자 우위 시장이 지속되면서, 호텔업은 최소 27년까지 사상 최대 실적 예상
- ✓ 국내 복합리조트는 콤포 비중 확대를 통해 사상 최대 실적을 기록

Top Picks 및 관심종목

기업명	투자의견	목표주가(12M)	현재주가(9월2일)
GS피앤엘(499790)	BUY(신규)	67,000원	47,450원
호텔신라(008770)	BUY	60,000원	45,600원
서부T&D(006730)	Not Rated	-	9,040원
파라다이스(034230)	BUY	25,000원	19,470원
롯데관광개발(032350)	BUY	23,000원	15,260원

목차

1. 호텔의 ‘슈퍼 호황’- 이미 사상 최대 실적	3
2. 인바운드 2,000만명을 넘어 3,000만명으로	5
3. 호텔 산업은 최소 2027년까지 사상 최대 실적	12
4. 복합리조트도 사상 최대 실적	23
기업분석	
GS파엔엘(499790)	29
호텔신라(008770)	33
서부T&D(006730)	35
파라다이스(034230)	38
롯데관광개발(032350)	42

2025년 9월 3일 | 산업분석_Industry In-depth

Overweight

Top Picks 및 관심종목

*CP 2025년 9월 2일

GS피앤엘(499790)

BUY(신규) | TP 67,000원 | CP 47,450원

호텔신라(069960)

BUY | TP 60,000원 | CP 45,600원

서부T&D(006730)

Not Rated | CP 9,040원

파라다이스(034230)

BUY | TP 25,000원 | CP 19,470원

롯데관광개발(032350)

BUY | TP 23,000원 | CP 15,260원

호텔/레저

길에서 잘 순 없잖아

인바운드, 호텔 모두 호황

인바운드, 호텔 실적 모두 사상 최대치를 달성 중이다. 2025년 상반기 누적 방한 관광객수는 883만명으로 2019년(844만명)을 상회했으며 7월에는 173만명(+23%)으로 증가 추세는 더욱 가팔라지고 있다. 9월부터는 한시적인 중국 단체 관광 무비자 효과까지 더해지면서, 연간 인바운드 규모는 1,900만명으로 역대 최대를 기록할 것으로 추정된다. 이에 따라 호텔도 최대 실적을 기록 중이다. 서울 호텔 기준 2024년 OCC(객실점유율)은 78%로 2019년 수준을 재차 회복했고, ADR(평균객실가격)은 2019년 대비 30% 이상 증가했다. 2025년에도 ADR을 높여도 OCC가 좀처럼 떨어지지 않는 호텔의 호황기가 이어지고 있다.

호텔 산업은 최소 2027년까지 사상 최대 실적

수요 대비 공급자 우위 시장이 지속되면서, 호텔업은 최소 2027년까지 사상 최대 실적이 예상된다. **수요**: K-컨텐츠의 확산, 아시아 주요 관광 국가 내 높아지는 한국의 선호도, 단체 관광 무비자 모멘텀까지 인바운드 증가는 구조적으로 장기화될 전망이다. **공급**: 주요 관광 상권인 서울의 호텔 공급은 2019년 대비 오히려 줄었다. OCC의 추가 상승 여력은 제한적인 상황에서, 향후 ADR은 더욱 가파르게 오를 수 밖에 없을 것이다. 향후 2년간 ADR은 20% 내외 추가적인 상승 여력 존재한다고 판단, 호텔업체들의 경우 영업레버리지 효과가 극대화될 전망이다.

GS피앤엘 Top Pick, 서부T&D/호텔신라 관심종목

결국 좋은 입지에서, 큰 규모를 확보하고 있는 업체들의 영업레버리지 효과가 클 것으로 기대한다. GS피앤엘은 '웨스틴' 리뉴얼 효과까지 더해지며 2026년 영업이익은 1,305억(YoY 53%), 2027년 1,475억(YoY 13%) 수준으로 2025년 대비 이익은 50% 이상 개선될 것으로 기대한다. 서부 T&D 호텔 부문은 손익 BEP 구간을 넘어서면서 실적 개선 폭이 예상보다 더 클 수 있다. 신라호텔도 면세 이익가시성만 생긴다면 독보적 브랜드력 기반, 호텔 가치 부각이 가능할 것이다. 호텔 산업은 실적 개선 폭과 가시성은 높기 때문에 2027년 실적까지 미리 당겨서 주가에 선반영할 수 있는 시점이다.

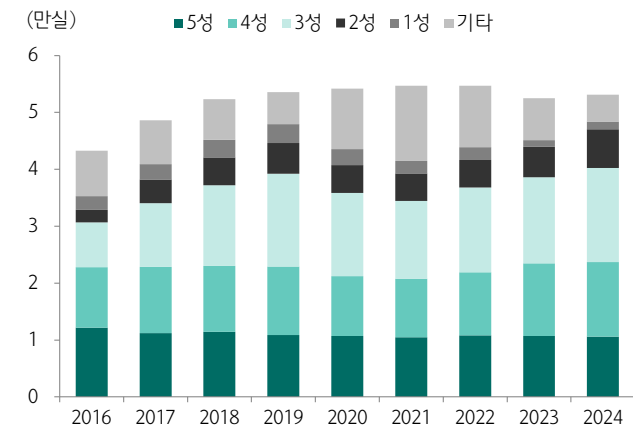
복합리조트도 사상 최대 실적

국내 복합리조트는 콤프 비중 확대를 통해 사상 최대 실적을 기록하고 있다. 제주드림타워의 객실은 약 1,600개로 콤프에 활용되는 객실 비중은 2분기 약 40%, 7월에는 50%까지 상승했다. 이에 따라 8월 드랍액이 2,811억원(+49% YoY)으로 1월 대비 2배 이상 상승한 역대 최대를 기록했다. 파라다이스시티 객실은 약 700실이며 콤프 비중은 30% 내외로 확대 여력도 높지 않다. 언론에 따르면 인천 하얏트 웨스트 타워의 인수를 검토 중이며 확정된다면 콤프 비중 확대가 가능해 카지노 매출이 1,800~2,700억원 내외로 상승할 수 있다.

Analyst 이기훈 sacredkh@hanafn.com
Analyst 서현정 hjs0214@hanafn.com
RA 김현수 hyunsookim@hanafn.com

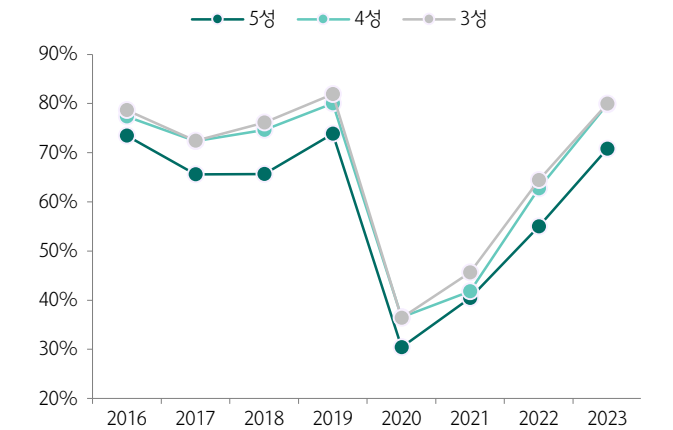
Key Charts

도표 1. 서울 호텔 객실 수 추이



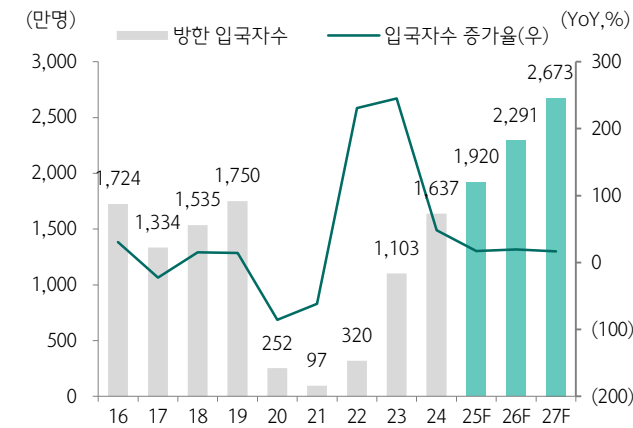
자료: 문화체육관광부, 하나증권

도표 2. 서울 내 호텔 등급별 OCC 추이



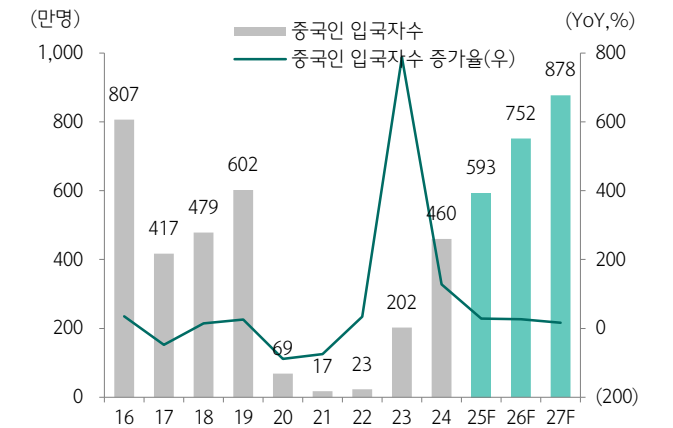
자료: 문화체육관광부, 하나증권

도표 3. 외국인 인바운드 전망치- 정부 목표치 2027년 3,000만명



자료: 한국관광공사, 하나증권

도표 4. 중국 인바운드 추이와 전망



자료: 한국관광공사, 하나증권

도표 5. 주요 5성급 호텔 가격 (10월 황금연휴 직후 주말인 18~19일)

★★★★★ 웨스틴 서울 파르나스	★★★★★ 그랜드 인터컨티넨탈 서울 파르나스 바이 IHG	★★★★★ 서울신라호텔	★★★★★ 노보텔 스위트 엠베 서더 서울 용산 - 서 울드래곤시티	★★★★★ 나인트리 프리미어 로카우스 호텔 서울 용산
삼성동	삼성동	서울	서울	서울
-	9.6 최고예요 이용 후기 1,009개	9.4 최고예요 이용 후기 1,006개	9.0 매우 훌륭해요 이용 후기 1,004개	9.2 매우 훌륭해요 이용 후기 388개
저희 사이트에 이 가격으로 5개 남음! ₩500,000 총 요금: ₩605,000 세금 및 수수료 포함	저희 사이트에 이 가격으로 1 개 남음! ₩1,011,000 총 요금: ₩1,223,310 세금 및 수수료 포함	₩880,000 총 요금: ₩968,000 세금 및 수수료 포함	₩342,000 총 요금: ₩376,200 세금 및 수수료 포함	50% 할인 ₩907,273 ₩453,636 총 요금: ₩499,000 세금 및 수수료 포함

자료: Hotels.com, 하나증권

1. 호텔의 '슈퍼 호황'- 이미 사상 최대 실적

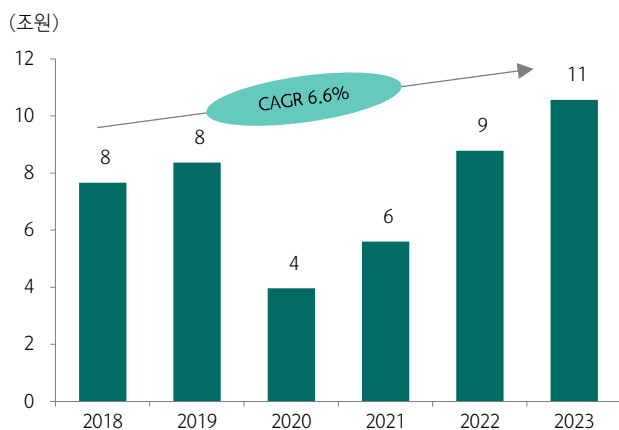
ADR과 OCC 동반 상승

문화체육관광부에 따르면 2023년 국내 관광 호텔업 시장 규모는 11조원으로 이미 코로나19 이전 수준인 8조원을 상회하였다. 2024년에도 사상 최대가 이어졌는데, 서울 호텔 기준 OCC는 2019년 78%→ 2021년 43% → 2023년 75% → 2024년 78%(추정)으로 2019년 수준을 재차 회복했는데, ADR은 19만원 수준으로 2019년 대비 30% 이상 증가한 상황이다. 이에 따라 호텔신라/호텔롯데/GS피앤엘 등 주요 호텔업체들은 이미 사상 최대 실적이 이어지고 있으며, 2025년에도 현재 진행형이다.

2025년 2분기 기준 평균 판매가격이 40만원이 넘는 서울 신라호텔과 그랜드 파르나스 호텔의 OCC는 80%를 넘어섰다. 보편적으로 5성급 호텔의 ADR은 4성급 호텔의 두배 수준으로, 높은 수준의 서비스를 제공하기 위해 객실을 풀로 가동하지 않는 대신 객실당 가격을 비싸게 받는다. 하지만, 지금은 다르다. 2024년까지는 코로나 이전의 OCC 수준까지 빠르게 회복하면서 ADR이 동반 상승했다면, 2025년부터는 구조적으로 ADR을 높여도 OCC가 좀처럼 떨어지지 않는 호텔의 슈퍼 호황기가 이어지고 있다. 당분간 호텔 시장은 강력한 수요(인바운드) 대비 공급자 우위 시장이 지속되면서, 외형 성장은 물론 이익 개선이 보다 강화되는 호황기가 이어질 전망이다. 그리고 2025년 9월 한시적인 중국 단체 관광 무비자도 시작된다.

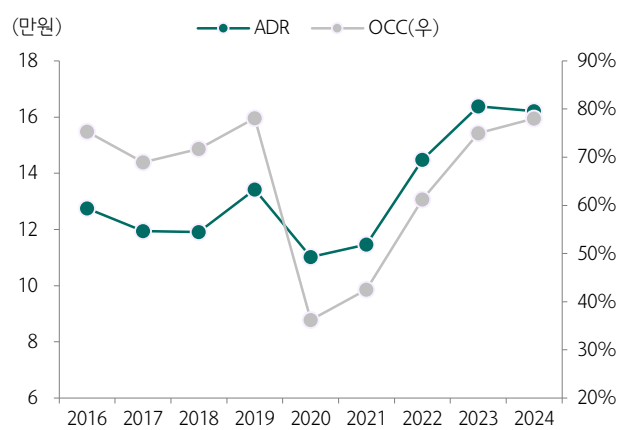
** 판매객실 평균요금(ADR, Average Daily Rate): 객실매출액÷판매객실수
 객실이용률(OCC, Occupancy): (판매객실수÷판매가능 객실수)*100

도표 1. 국내 관광숙박 시장 규모



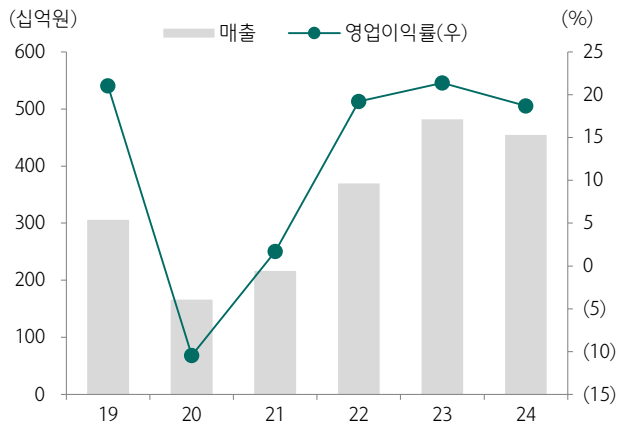
자료: 문화체육관광부, 하나증권

도표 2. 서울 호텔 OCC 및 ADR 추이



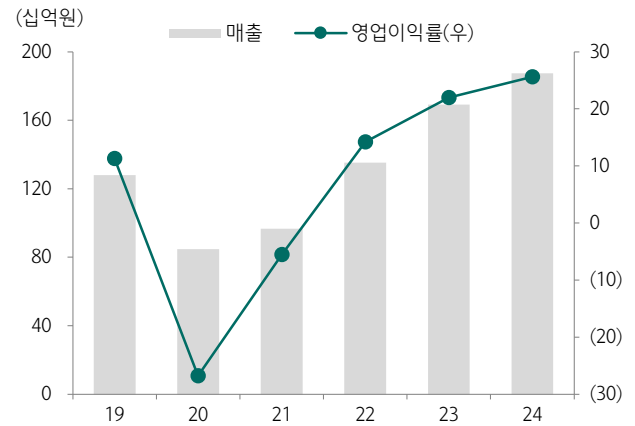
자료: 한국호텔업협회, 아놀드 리서치, 하나증권

도표 3. GS피앤엘 연간 매출 및 영업이익률 추이



자료: GS피앤엘, 하나증권

도표 4. 서부T&D 연간 매출 및 영업이익률 추이



자료: 서부T&D, 하나증권

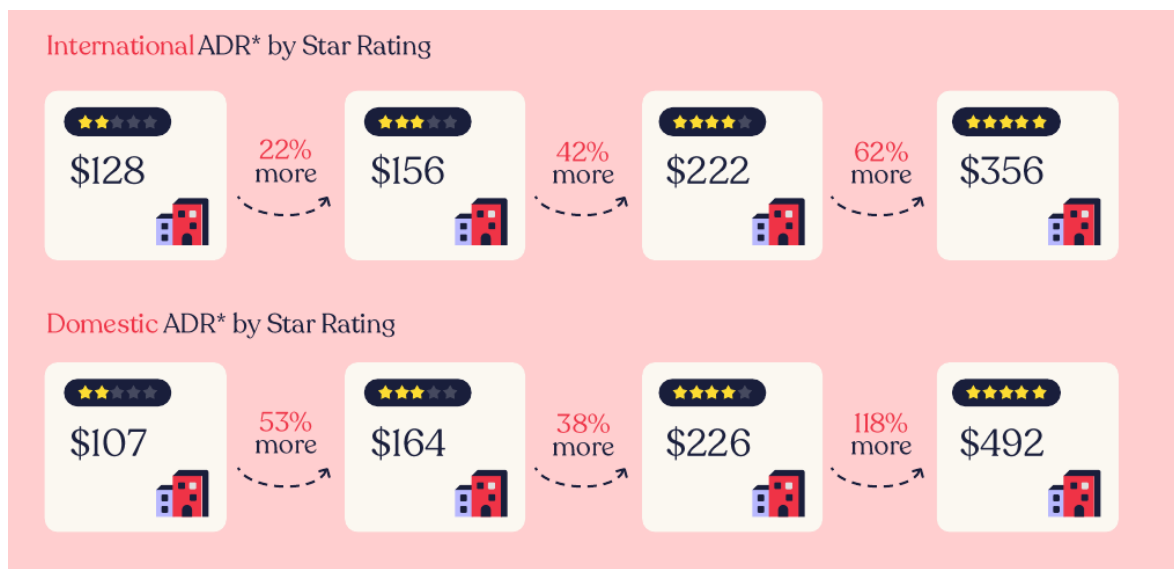
도표 5. 국내 주요 호텔 업체 실적 추이

(단위: 억원)

기업명	주요 운영 호텔	2019		2023		2024	
		매출액	영업이익	매출액	영업이익	매출액	영업이익
호텔롯데	롯데호텔, 롯데시티호텔, L7 호텔 바이 롯데	9,060	-	12,917	-	14,191	-
호텔신라	신라호텔	5,705	288	6,825	689	7,180	645
조선호텔엔리조트	웨스턴 조선, 레스케이프호텔	2,089	(124)	5,562	415	6,535	440
파라다이스세가사미	파라다이스시티	4,633	199	4,487	563	5,393	747
파르나스호텔	인터컨티넨탈, 파르나스 제주, 웨스턴 서울 파르나스	3,056	642	4,822	1,024	4,545	840
SK네트웍스	워커힐, 다락휴	3,793	-	2,720	-	3,210	-
미래에셋컨설팅	포시즌스호텔 서울, 코트야드 메리어트 판교	1,137	-	1,556	-	1,679	-
신라에이치엠	신라스테이, 신라모노그램, 신라스테이플러스	1,029	125	1,492	281	1,636	306
서부T&D	서울드래곤시티	787	-	1,205	-	1,394	-
글래드호텔엔리조트	글래드호텔	608	(19)	1,047	250	1,103	276

자료: 언론, 하나증권

도표 6. 등급별 호텔 ADR



자료: Hotels.com, 하나증권

2. 인바운드 2,000만명을 넘어 3,000만명으로

1) 강력한 수요 – 이미 사상 최대 인바운드

질적 성장 ↑

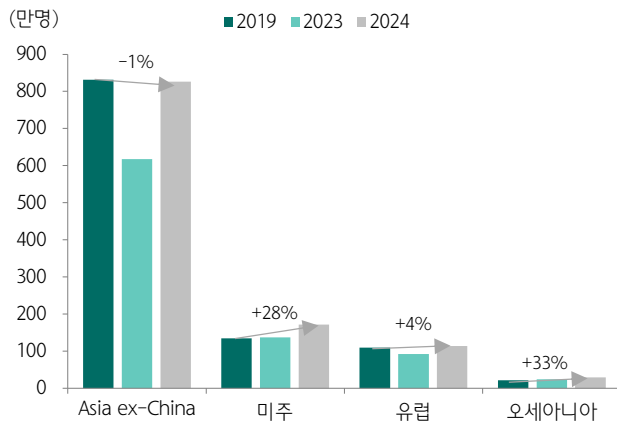
이러한 호텔 업체들의 실적 개선은 당연하게도 외국인 관광객 방문 증가에 따른 것이다. 2024년에는 1,637만명(+ 48%)으로 매우 가파른 회복을 보여줬으며, 비상계엄이라는 정치적 불확실성에도 불구하고 2025년 상반기 누적 방문 관광객수는 883만명(YoY +15%)으로 2019년(844만명)을 상회했으며 7월에는 173만명(+23%)으로 더욱 가팔라지고 있다. 정부의 2025년 목표인 2,000만명 달성에도 매우 근접한 상황이다. 이는, ① 중국을 제외한 기타 국가들의 높은 성장세에 따른 지역별 다변화와 ② K-컨텐츠(문화적인 측면) 등 다양화된 여행 동기에 기인한다. ③ 원화 약세로 인한 높아진 가격 경쟁력 또한 긍정적이다.

전술했듯이 중국을 제외한 국적의 인바운드는 현재 최대치를 기록 중이다. 2024년 방문 관광객 수는 총 1,637만명으로 국가별로는 중국(460만명), 일본(322만명), 대만(147만명) 순으로 여전히 아시아 국가 비중(79%)이 절대적으로 높았다. 다만, 2019년 대비 회복률로 보면, 중국은 76%로 감소한 반면 미주에서는 128%으로 가파르게 상승했다. 유럽과 오세아니아 지역도 각각 104%/133%로 상승했다. 중국 비중(2019년 34%→2025년 상반기 29%) 축소에도 비 아시아 혹은 장거리 여행객 비중이 상승하고 있다는 점은 매우 긍정적이다.

이러한 배경에는 과거와는 달라진 외국인들의 한국 여행 동기에 기인한다. 과거 여행에 있어 가장 큰 비중을 차지했던 요소는 가까운 거리와 경제적인 경비였다. 다만, 최근 설문조사를 보게 되면 외국인들이 한국을 방문하는 주요 목적은 여가/워킹/휴식이 가장 많았다. 올해 1분기 외래관광객 조사에 따르면, 전체 응답자 중 40%가 한류를 접하고 나서 한국 여행에 대한 관심이 커졌다고 답하기도 했다.

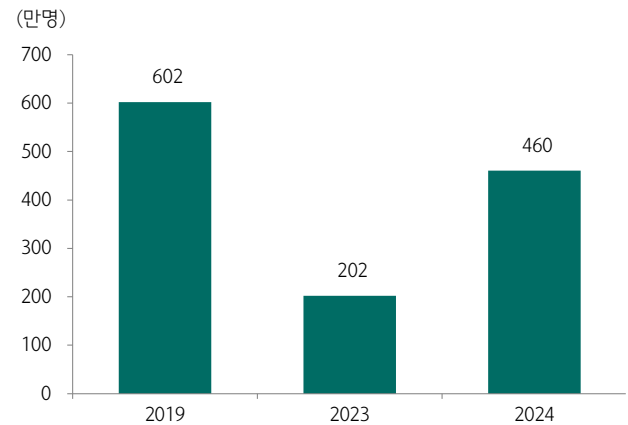
최근 ‘케이팝 데몬 헌터스’가 넷플릭스 누적 시청자수 영화 부문 1위에 등극하면서 K-컨텐츠의 관심은 더욱 높아지고 있다. 이에 따라 한국을 방문해 문화를 직접 경험하려는 여행 수요로 빠르게 올라오고 있다. 실제로 2025년 7월 한국 여행을 검색하는 구글 트렌드가 급상승하기 시작했다. 한국이 막연히 가깝거나 싸기 때문이 아닌 문화(K-컨텐츠), 오락, 의료 등 특별한 매력이 외국인들에게 어필하고 있다는 증거이며, 이는 중장기적인 인바운드 증가의 가시성을 높이는 요소다. 이런 트렌드가 수요로 반영되는 데까지 걸리는 시간을 감안하면 하반기 및 내년까지도 사상 최대 흐름이 이어질 것이다.

도표 7. 방한 관광객 지역별 추이



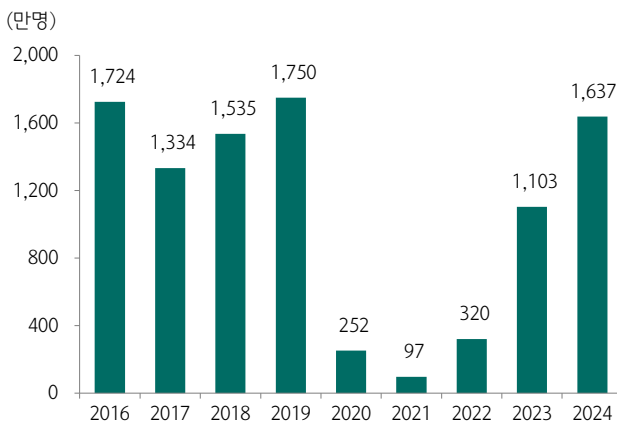
자료: 한국관광공사, 하나증권

도표 8. 방한 중국인 관광객 추이 (2019년 대비 76% 회복)



자료: 한국관광공사, 하나증권

도표 9. 방한 외래 관광객 추이



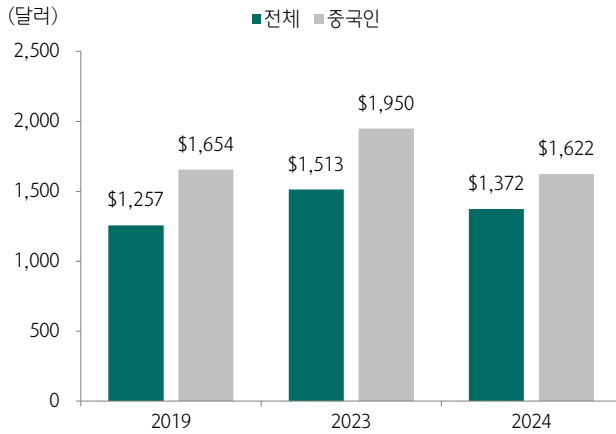
자료: 관광지식정보시스템, 하나증권

도표 10. 원/달러 환율 추이



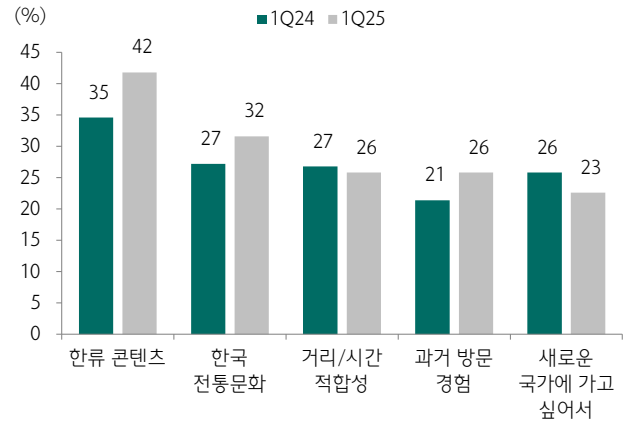
자료: Quantiwise, 하나증권

도표 11. 한국 내 관광객 1인당 여행 경비 비교 (국제교통비 제외)



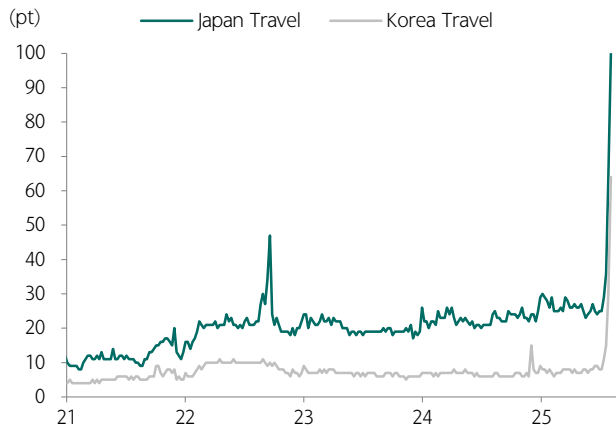
자료: 관광지식정보시스템, 하나증권

도표 12. 한국여행 관심 계기



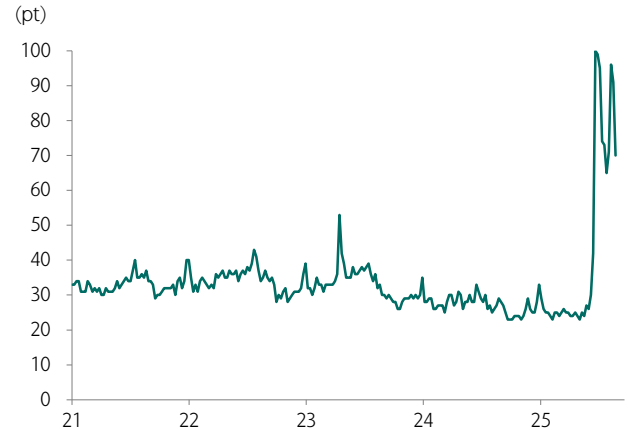
자료: 문화체육관광부, 하나증권

도표 13. 한국/일본 여행 검색어 구글 트렌드 추이



자료: Google, 하나증권

도표 14. K-POP 트렌드 추이



자료: Google, 하나증권

2) 아시아 국가 CASE: 관광지로서 더욱 유리해질 한국

차별화가 나타나는
아시아 주요 관광 국가들

아시아 주요 관광 국가인 태국과 일본의 동향을 같이 비교해보면, 향후 한국 인바운드수요에 대한 높은 성장 가시성을 재차 확인할 수 있다. 한국, 일본, 태국 세 나라의 관광 산업 회복 상황을 보면 다음과 같이 차이점이 있다.

- ① 관광 회복 속도: 한국의 외래관광객 수는 2025년 상반기에야 코로나19 이전 수준으로 회복했으며, 증가 추세는 가장 가파르다. 일본은 아시아 국가 중 유일하게 2024년부터 2019년 수준을 상회하며 외국인 관광객수가 역대 최대 수준을 기록 중이다. 반면 태국의 경우 관광객 수가 감소하고 있다.
- ② 여행 매력도 상승에 따른 국적 다변화: 한국의 여행객 국적이 다변화되고 있다. 일본이 2023년 역대 최대 인바운드 수치를 기록했던 이유는 중국이 감소함에도 불구하고, 한국/대만/미국 등에서의 관광 수요가 크게 증가했기 때문이다. 한국 역시 일본처럼 여행객 국적의 다변화로 구조적 증가 추세 지속될 것으로 예상된다. 관광 주요 도시 순위에서 아시아 국가 가운데 도쿄와 서울의 동반 약진 흐름이 두드러지고 있는 것을 확인할 수 있다.
- ③ 중국의 해외 여행 수요가 여전히 부진하다. 일본/태국/한국 모두 중국인 인바운드 비중이 과거 대비 축소되었다. 그 타격이 가장 큰 나라가 태국이었다. 그나마 중국 주요 아웃바운드 국가 가운데 한국이 상대적으로 중국 관광객 감소율이 제일 적었으며, 중국 단체관광 무비자 모멘텀까지 기대된다.

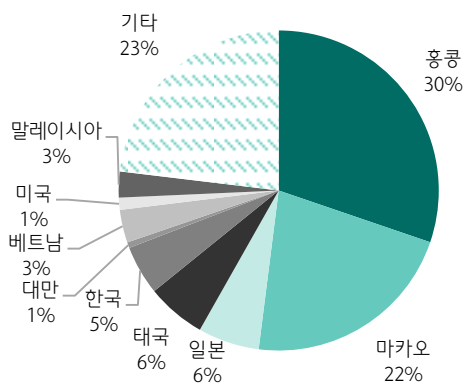
도표 15. 태국, 일본, 한국 2019년과 2024년 외래관광객 수 비교

(단위: 만명)

	외래 관광객 수				중국인 관광객 수		
	2019년	2024년	2025년 전망치*	증장기 목표*	2019년	2024년	회복률
태국	3,992	3,555	3,300	3,600 ('26년)	1,098	673	61%
일본	3,188	3,687	4,020	6,000 ('30년)	958	698	73%
한국	1,750	1,637	1,850	3,000 ('27년)	602	460	76%

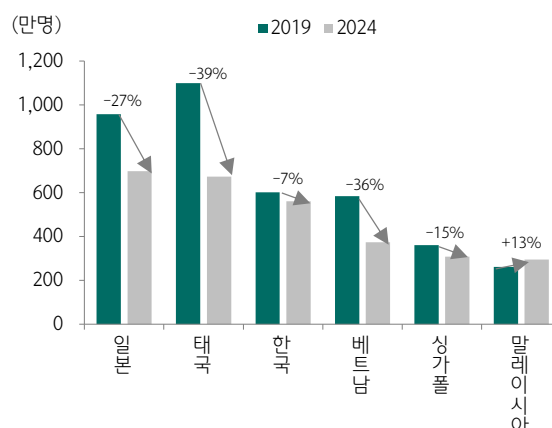
*각 국 정부 목표치 인용
자료: Bloomberg, 하나증권

도표 16. 중국인 아웃바운드 국가: 홍콩/마카오 제외 일본>태국>한국



자료: Bloomberg, 하나증권

도표 17. 중국 주요 아웃바운드 방문 국가 변화율



자료: Bloomberg, 하나증권

도표 18. 관광 도시 TOP 100: 주요 아시아 국가 여행지 중 서울 상승폭 가장 큼

순위	2022	2023	2024
1위	파리	파리	파리
2위	두바이	두바이	마드리드
3위	암스테르담	마드리드	도쿄
4위	마드리드	도쿄	로마
5위	로마	암스테르담	밀란
6위	런던	베를린	뉴욕
7위	빈헨	로마	암스테르담
8위	베를린	뉴욕	시드니
9위	바르셀로나	바르셀로나	싱가포르
10위	뉴욕	런던	바르셀로나
11위	프라하	싱가포르	대만
12위	리스본	빈헨	서울
13위	밀란	밀란	런던
14위	로스앤젤레스	서울	두바이
20위	도쿄	리스본	말버른
26위	서울	-	-

자료: Bloomberg, 하나증권

도표 19. 글로벌 주요 도시의 호텔 등급별 ADR

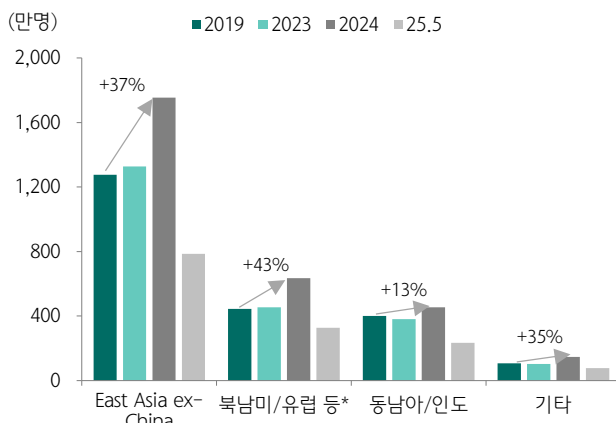


자료: Hotels.com, 하나증권

2-1) 일본: 태국을 넘어 아시아 최대 외국인 방문 국가

2024년 일본의 외래관광객 수는 3,687만명(YoY +47%)으로 사상 최대치를 기록했으며, 사상 처음으로 태국(3,555만명, +26%)을 제치고 가장 많은 관광객이 방문한 아시아 국가가 되었다. 국가별로 보면 한국이 882만명(YoY +24%)으로 방문 관광객 수 1위를 기록했으며 중국(698만명), 대만(604만명), 미국(272만명) 순이었다. 2025년 상반기는 2,150만명(+21%)으로 한국인이 478만명 방문하면서 여전히 가장 많았다. 코로나19 이전에는 가장 높았던 중국 비중이 축소된 가운데(2019년 30% → 2024년 19%), 2022년부터는 한국인이 가장 높은 비중을 차지하고 있음을 알 수 있다. 최근에는 일본 '대규모 지진 루머' 및 '오버 투어리즘'으로 인한 입국세 도입 등 여러 이슈가 있었으나 한국에서 가장 가까운 국가이자 엔저 흐름이 이어지면서 성장 흐름이 이어질 것이다. 일본 정부의 2025년까지 연간 4,000만명 유치 목표는 충분히 달성 가능할 것으로 예상하며, 2030년까지 6,000만명 달성을 목표로 하고 있다.

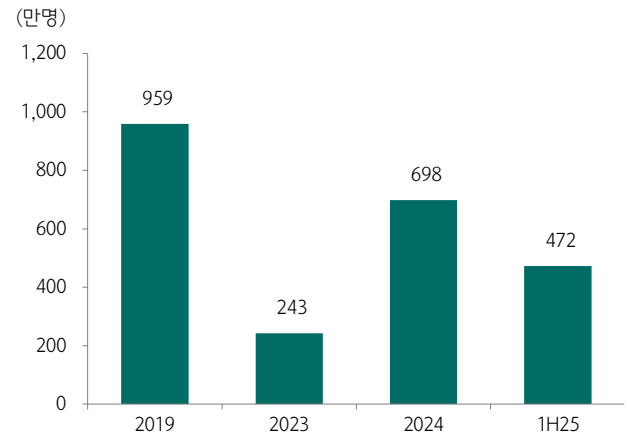
도표 20. 일본 외래 관광객 지역별 추이



*중동/오세아니아 포함

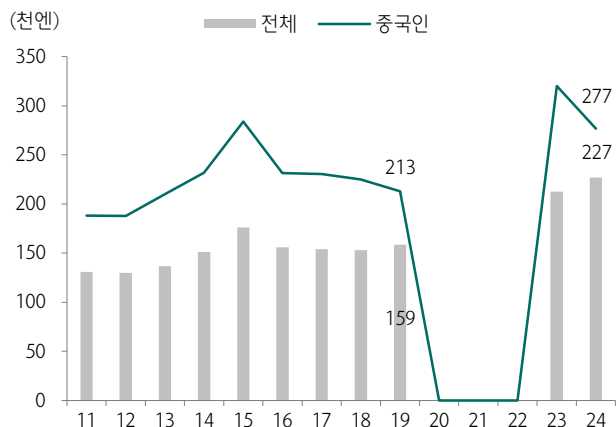
자료: JNTO, Bloomberg, 하나증권

도표 21. 일본 중국인 관광객 추이 (2019년 대비 73%)



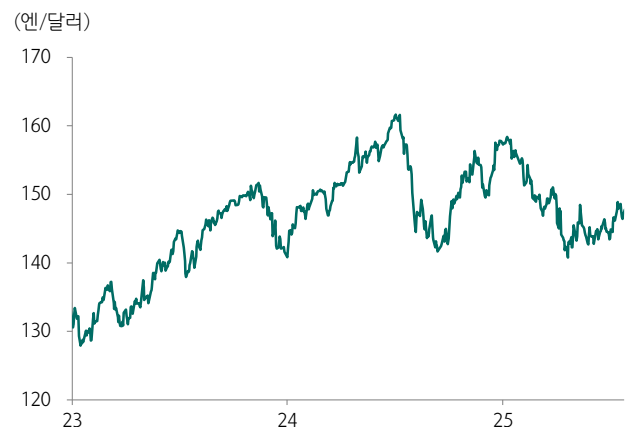
자료: JNTO, Bloomberg, 하나증권

도표 22. 일본 내 외래관광객 1인당 여행 경비 추이 (Per Tour)



자료: JNTO, 하나증권

도표 23. 엔/달러 환율 추이

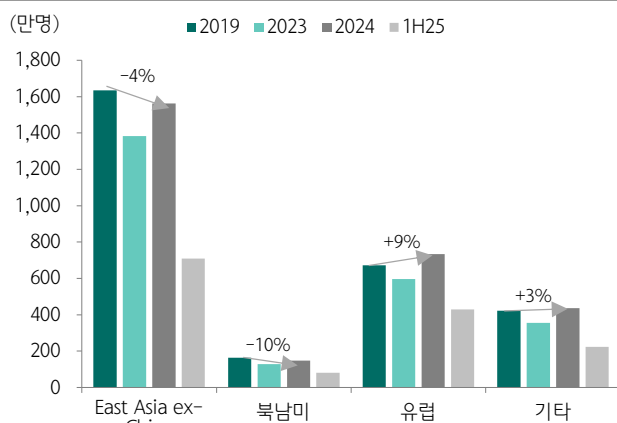


자료: Quantiwise, 하나증권

2-2) 태국: 중국 관광객 급감으로 부진한 흐름 지속

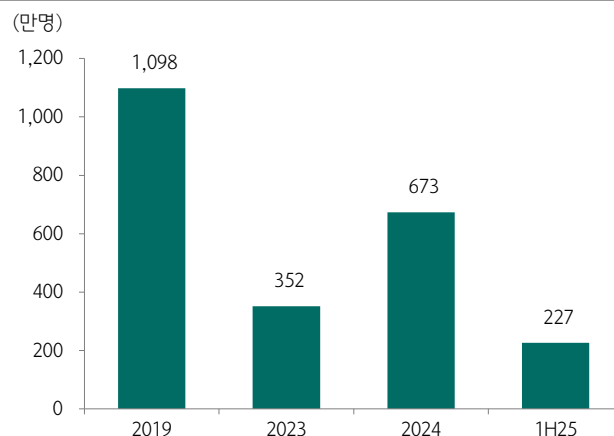
2019년 태국은 연간 약 4,000만명의 관광객이 유입되었던 아시아 최대 관광 국가 중 하나였다. 특히 방콕은 2024년 기준 파리를 제치고 전세계 가장 인기 관광 1위 도시로 꼽히기도 했다. 다만, 2024년 태국의 외국인 관광객수는 3,555만명으로 2019년 대비 회복률은 89% 수준에 불과하며, 2025년 상반기 기준 관광객수는 1,668만명으로 전년대비 5% 감소했다. 국가별로 보면 가장 큰 비중을 차지하던 중국인이 큰 폭으로 감소한 영향이 크다. 2019년에 연간 1,100만명에 달했던 중국인 관광객은 2024년 30일 무비자 입국 허용에도 불구하고 673만명(2019년 대비 -39%), 2025년 상반기 203만명(YoY -34%)으로 가파른 감소 흐름이 이어지고 있다. 중국 여행 플랫폼 Ctrip에 따르면 중국인들의 2023년 기준 가장 인기 있는 해외 여행지는 태국, 싱가포르, 일본, 한국 순이었으나, 2024년에는 일본이 1위를 기록했다. 관광객 안전 문제(중국 배우 납치 사건 등)와 베트남(1Q25 기준 YoY +87%) 등 다른 목적지로의 이탈 등 복합적이고 다소 구조적 요인이 작용하고 있으며, 단기적 현상이 아닌 장기적 변화로 정부에서도 인식하고 있다. 태국 정부는 2025년 외국인 관광객 연간 전망치를 당초 3,800만명에서 3,300만명으로 3번에 걸쳐 하향 조정한 상황이다.

도표 24. 태국 외래 관광객 지역별 추이



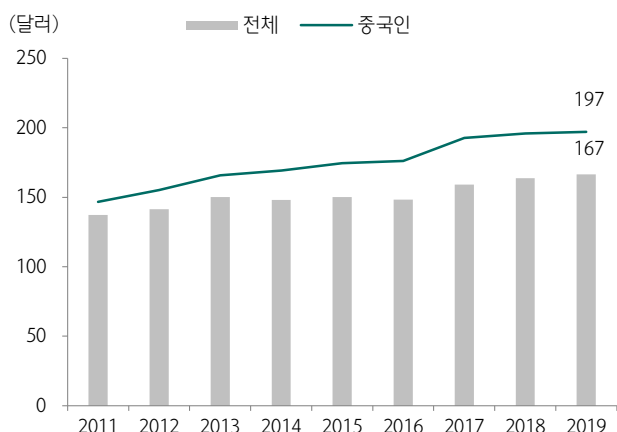
자료: Bloomberg, 하나증권

도표 25. 태국 중국인 관광객 추이 (2019년 대비 61%)



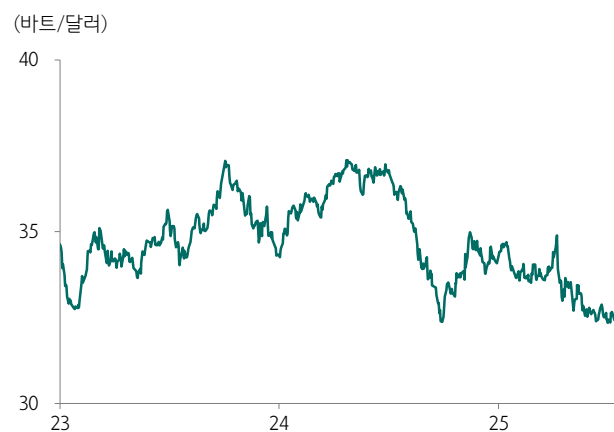
자료: Bloomberg, 하나증권

도표 26. 태국 내 외래관광객 1인당 여행 경비 추이 (Per day)



자료: NSO, 하나증권

도표 27. 바트/달러 환율 추이- 최근 경기침체 등 소비심리 큰 폭 악화



자료: Quantiwise, 하나증권

3. 호텔 산업은 최소 2027년까지 사상 최대 실적

3-1) 중국 빼고 다 좋았는데, 중국 단체관광 무비자 시행

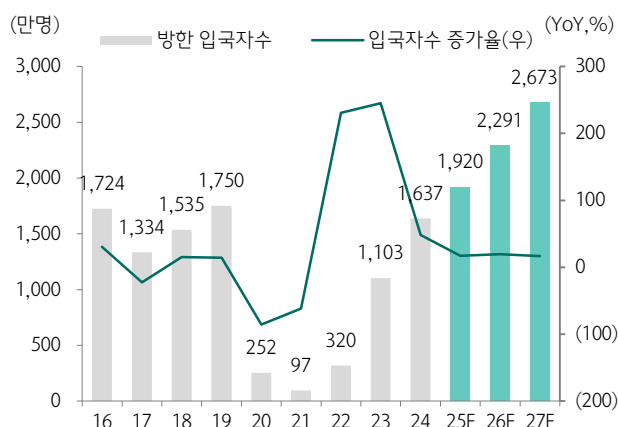
결국 중국이 중요하다

중국인 단체 관광객 대상 무비자 정책 시행으로 한국의 외국인 인바운드 증가세는 더욱 힘이 실릴 전망이다. 정부는 오는 9월 29일부터 내년 6월 30일까지 중국 단체관광객 무비자 입국을 허용하기로 결정했다. 그동안 까다로운 비자 발급 정책이 한국 관광의 장애물 중 하나였다는 점을 감안하면 중국인 관광객 수 회복은 예상보다 클 수 있다. 관광 산업에서 중국인이 중요한 이유는, '많이 와서 많이 쓰기' 때문이다. 아시아 주요 관광 국가인 태국과 일본의 외래관광객 중 중국인 비중은 2016년~2019년까지 4년간 평균 약 27%였다. 한국은 평균 약 36%로 그 비중이 더 높은 편이다. 코로나19 이후 그 비중이 축소되었다 하더라도 방한 외래관광객 중 압도적 1위는 여전히 중국이다. 2024년 방한 외래관광객 중 중국인이 460만명으로 가장 많았고, 2025년 상반기 기준으로도 여전히 1위 국가다. 소비 측면에서 보더라도, 중국인 관광객의 1인당 여행 경비는 매년 외국인 관광객 평균치를 상회했다. 2024년 기준 태국과 일본의 경우 각각 약 18%, 22% 더 높은 수준이다. 한국의 경우 국제 교통비를 제외한 1인당 여행 경비는 중국인이 2019년과 최근 2년 모두 전체 기타 외국인 평균치를 약 20~30% 상회했다. 기본적으로 높은 소비 경향을 가진 중국인 관광객들이 들어오면서 경제적 효과 제고도 기대된다.

정부 2025년 2,000만명 2027년 3,000만명 목표

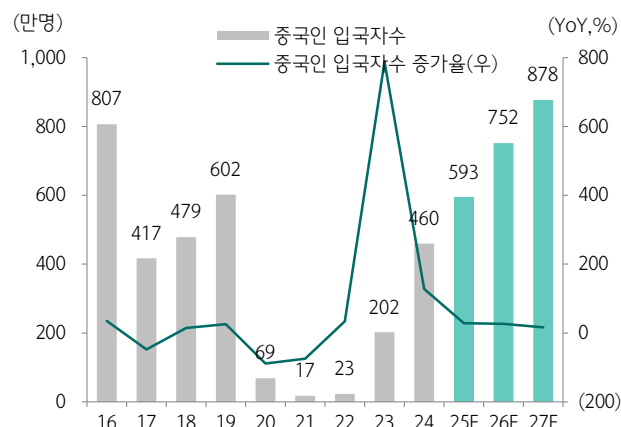
외국인 인바운드는 올해 연간 1,900만명(YoY 16%), 2027년까지 2,700만명(정부 목표는 3,000만명) 수준까지 가능할 것으로 전망한다. 계절적으로 하반기에는 월별로 관광객수가 늘어나는 경향이 있고, 중국인 단체 관광과 10월 황금연휴 등 수요가 더 늘어날 것이기에 예상보다는 더 상향될 여지가 높다. 또한, 7월 중국 인바운드만 YoY 31% 증가한 60만명으로 이미 연간 700만명 추세이기에 단체관광 무비자 허용 시에는 역대 최고였던 2016년 수준(807만명)도 충분히 상회할 것으로 예상된다.

도표 28. 외국인 인바운드 전망치- 정부 목표치 2027년 3,000만명



자료: 한국관광공사, 하나증권

도표 29. 중국 인바운드 추이와 전망



자료: 한국관광공사, 하나증권

3-2) OCC : 이미 풀 케파

5성급 이미 풀 케파,
3-4성급 최대 90%

방한 외국관광객 수는 2025년 약 1,900만명에서 2027년 2,700만명까지 폭발적으로 늘어날 것으로 예상하는데, 잘 곳이 없다. 호텔의 OCC는 보편적으로 70%~80%대에서 유지된다. 복합리조트가 있는 마카오만 호텔이 콤프로 제공되기에 90%이며 서울과 도쿄는 75%~80% 내외를 유지 중이다. 고급 호텔일수록 고객의 서비스 만족도와 객실 품질 유지 등 호텔 브랜드의 장기적인 가치 보존을 위해 일정 수준 이상의 여유 객실을 확보해 놓기 때문이다. 또한 급작스러운 수요 증가나 고객 요청에 유연하게 대응할 수 있는 운영 효율성 측면에서도 100% 가동을 지양하는 것이 일반적이다.

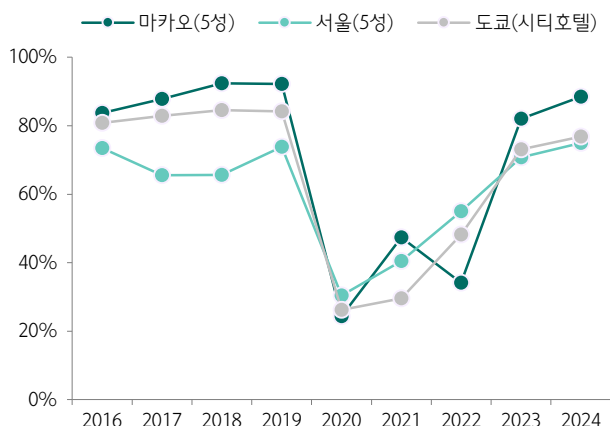
국내 호텔 OCC를 보게 되면, 2020년부터 2023년까지 꾸준한 상승세를 보여왔다. 서울의 OCC는 2021년 43% → 2022년 61% → 23년 75% → 24년 79%(추정)까지 상승했다. 관광객 수요가 높은 3성급은 2022년 대비 2023년 16%p 이상 상승하며 상승폭이 가장 컸다. 2025년에는 더욱 놀라운 숫자들이 확인되고 있는데, GS피앤엘의 5성급 호텔인 그랜드 파르 나스의 2025년 2분기 OCC는 89%까지 상승했고, 서울 신라호텔 80%, JW 메리어트 83%를 기록하고 있다. 복합리조트인 그랜드 하얏트 제주도 88%(7월 91%)를 기록했다. 통상적으로 5성급 호텔 기준 최대 OCC는 85% 수준인데, 이미 이를 초과하고 있어 향후 전망에 있어 추가 상승 여력은 제한적(아마도 아니겠지만)으로 가정했다. 3-4성급인 호텔들의 경우 최근 OCC는 75~87% 사이로 형성되어 있는데, 최대 90%까지는 가능하기에 당분간 비즈니스 호텔 중심으로 OCC가 상승할 것이지만, 이후에는 전반적인 ADR의 가파른 상승으로 호텔 업체들의 실적을 견인할 것으로 전망된다.

도표 30. 서울 호텔 등급별 OCC 추이

	평균	5성	4성	3성	2성	1성
2019	78.1	73.8	80.0	81.9	79.5	68.5
2022	61.2	55.0	62.8	64.4	67.6	62.8
2023	75.0	70.8	79.9	80.0	74.7	67.6

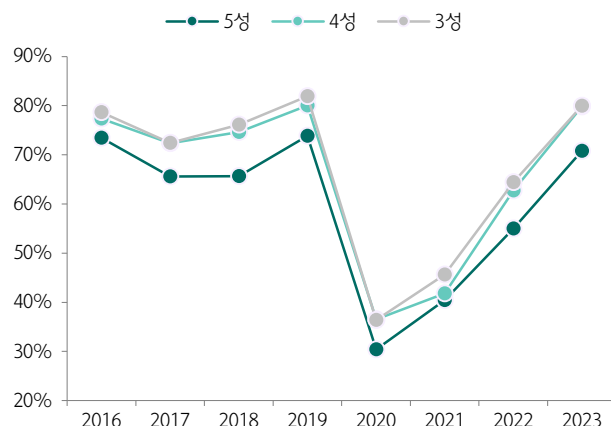
자료: 한국호텔업협회, 하나증권

도표 31. 도시별 5성급 호텔 OCC



자료: Bloomberg, 한국호텔업협회, Genstarmate, 하나증권

도표 32. 서울 내 호텔 등급별 OCC 추이



자료: 한국호텔업협회, 하나증권

2) ADR은 또 한번 최고 수준을 뛰어넘을 것

i) 과부족 상태

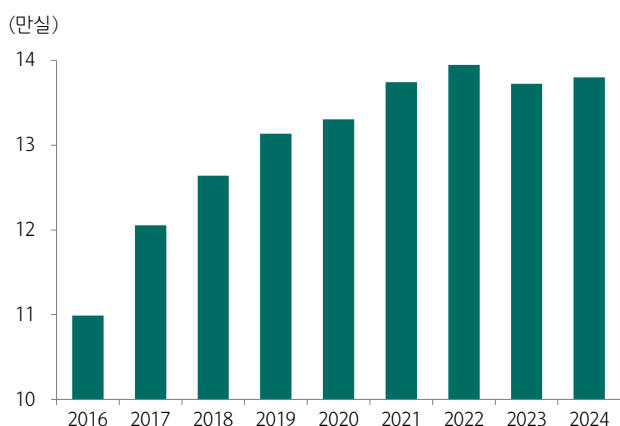
수요는 증가, 공급은 제한적

5성급 호텔의 OCC가 이미 매우 높은 상황에서 중국인 단체 관광 무비자가 시행되는데, 공급은 심각한 과부족 상태다. 외래관광객수는 2025년 1,900만명에서 2027년 2,700만명으로 2년간 약 800만명이 늘어나면서 숙박 수요는 크게 증가할 전망이지만, 국내 관광호텔 객실수는 13.8만실에 불과해 숙박시설이 부족한 상황이다. 특히 외국인 관광객 수요가 높은 서울의 경우 53,126개, 3~4성급은 합산 29,607개밖에 안된다. 코로나19 이전인 2019년 서울 호텔 객실수는 53,564실로 공급은 오히려 감소했다.

일본과 태국 등 주요 아시아 국가들과 호텔 객실당 외래관광객을 비교하면 수요 대비 공급 부족을 확실히 느낄 수 있다. 2024년 기준 일본은 약 178만실, 태국은 71만실, 한국이 약 14만실 내외에서 객실이 공급되고 있다. 국가별로 객실 1개당 외래 관광객 수를 단순 산출해보면 일본이 21명으로 가장 적고, 한국은 119명으로 가장 높다.

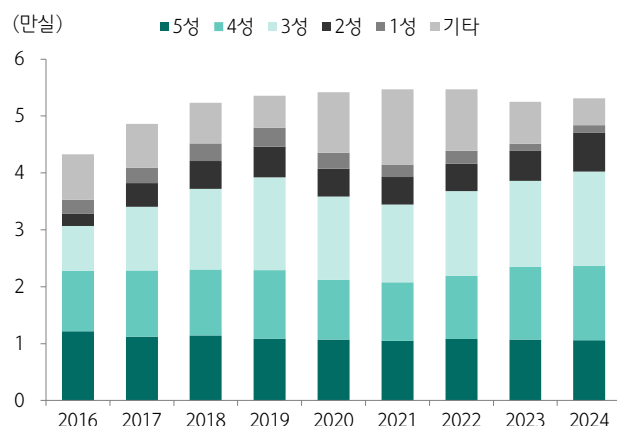
향후 신규 공급 계획이 예정되어 있지만, 2027년부터다. 호텔의 경우 건축허가부터 준공까지 5년, 빨라야 2~3년 정도의 시간이 소요된다는 점을 감안하면 향후 3년간 공급은 제한적인 수준일 것으로 전망된다. 이와 더불어 에어비앤비는 올해 10월 16일부터 미신고 숙소 퇴출 정책을 시행할 예정이다. 야놀자에 따르면 에어비앤비 등록된 국내 숙소 7.2만개 중 48%인 약 3만 4,500여개가 인허가 없이 불법으로 운영되었던 것으로 파악된다. 10월부터 공급 쇼티지는 더욱 가속화될 가능성이 크다. 일본의 경우에도 2018년 에어비앤비의 미등록 숙소 운영 금지를 한 후, 호텔 요금이 일시적으로 크게 상승했던 적이 있다.

도표 33. 전국 관광 호텔 객실 수 추이



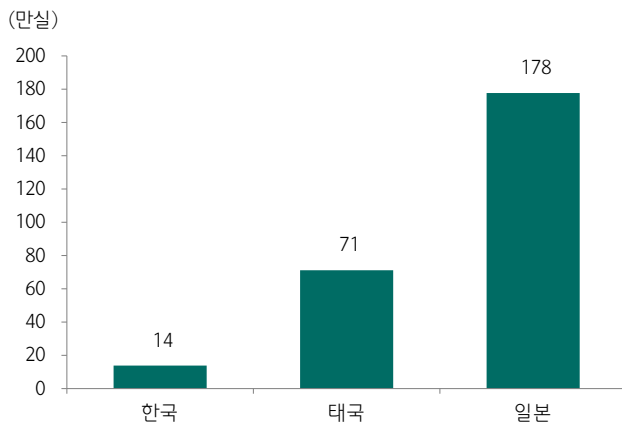
자료: 문화체육관광부, 하나증권

도표 34. 서울 호텔 객실 수 추이



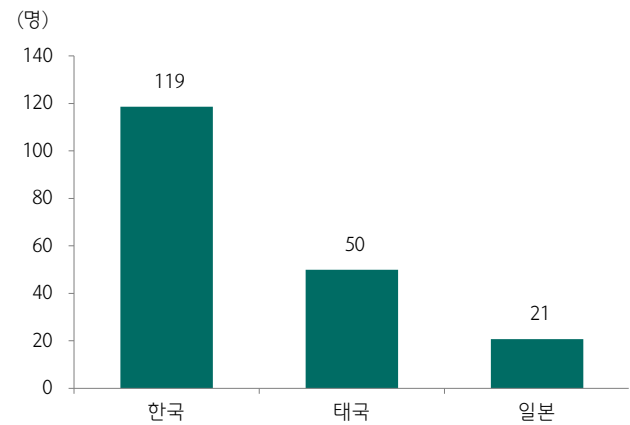
자료: 문화체육관광부, 하나증권

도표 35. 국가별 객실 수 추이 (2024)



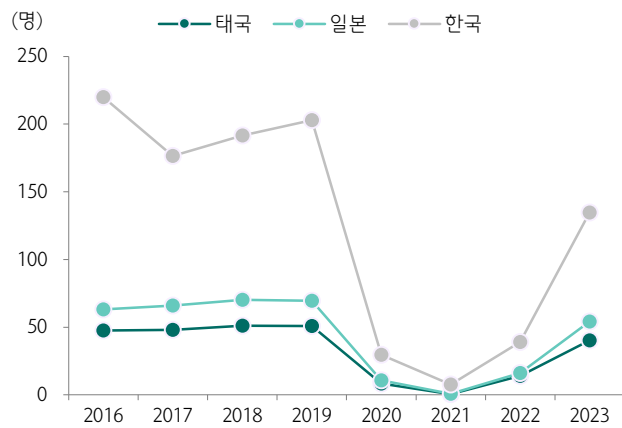
자료: LHBank, Savill, 한국호텔업협회, 하나증권

도표 36. 객실당 외래 관광객 수 (2024)



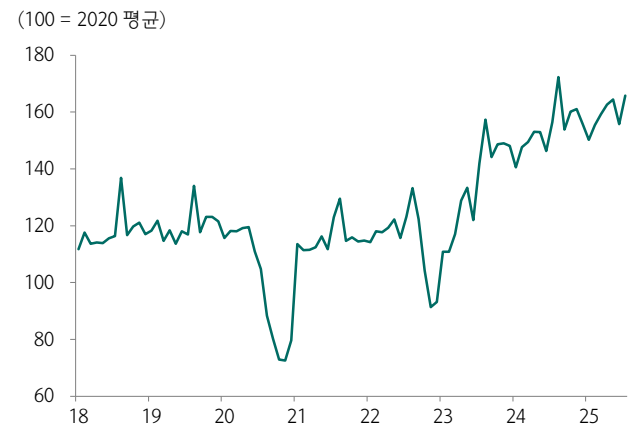
자료: LHBank, Savill, 한국호텔업협회, 하나증권

도표 37. 국가별 객실당 관광객 수 추이



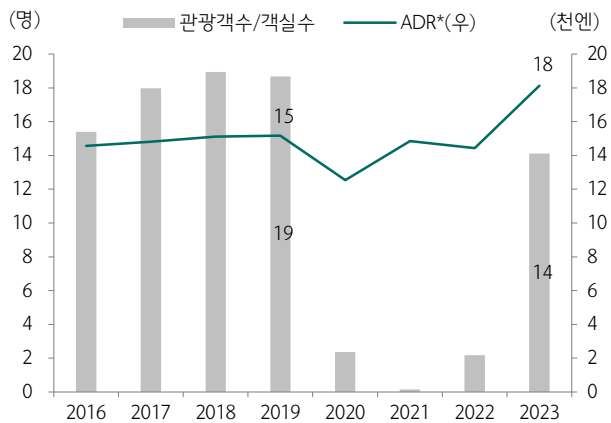
자료: LHBank, Savill, 한국호텔업협회, 하나증권

도표 38. 일본 숙박료 CPI 추이



자료: e-Stat, 하나증권

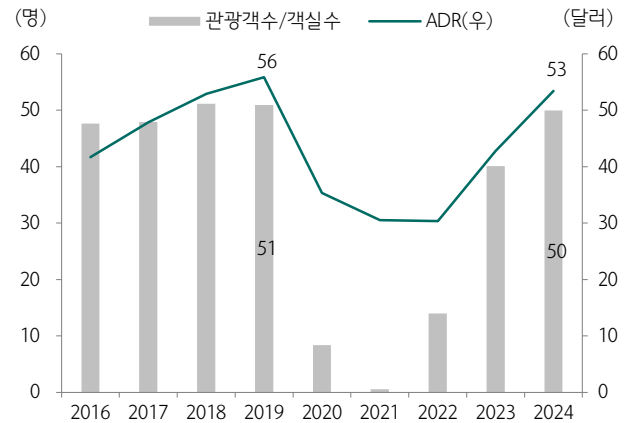
도표 39. 일본 객실당 관광객과 ADR 추이



*ADR은 숙박료 CPI에 기반한 추정치

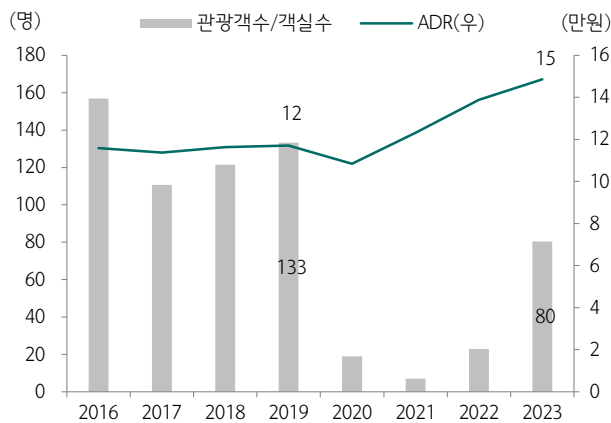
자료: JNTO, E-stat, STR, 하나증권

도표 40. 태국 객실당 관광객과 ADR 추이



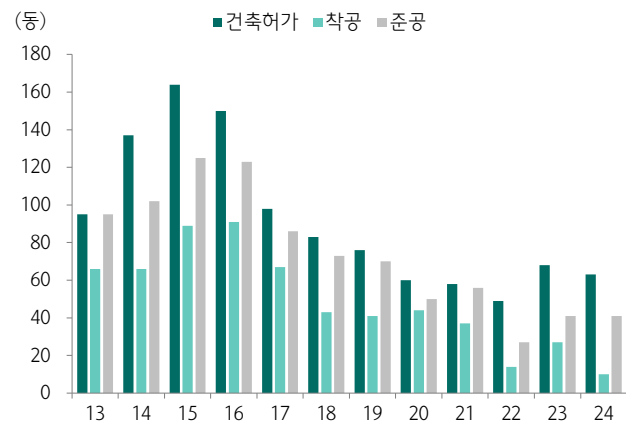
자료: LHBank, Savill, 한국호텔업협회, 하나증권

도표 41. 한국 객실당 관광객과 ADR 추이



자료: LHBank, Savill, 한국호텔업협회, 하나증권

도표 42. 서울 숙박시설 건축허가/착공/준공 현황



자료: 세움터, 하나증권

도표 43. 신규 공급 예정

	호텔명	오픈 시기	위치	운영	객실 수	비고
2025년	반얀트리 해운대 부산	연기중	부산 해운대	반얀트리	195	공사 도중 화재
	솔비치 남해	2025년 7월	경남 남해	소노인터내셔널	366	호텔, 빌라 합산 451실
	웨스턴 서울 파르나스	2025년 9월	서울 강남	매리어트	564	인터컨티넨탈 코엑스 2024년 6월 운영 종료, 리노베이션 후 개관
	소노캄 경주	2025년 10월	경주	소노인터내셔널	417	
	카시아 색달 제주	2025년 10월	제주	반얀트리	86	
	L7 청량리 바이롯데	2025년 12월	서울 동대문	호텔롯데	260	
2026년	메종 델라노	2026년	서울 강남	Accor	81	
	그랜드 켄싱턴 설악비치	2026년	강원도 속초	이랜드파크	135	
	쉐라톤 제주	2026년 하반기	제주	매리어트	400	2025년 1월부터 전면 리모델링 후 재개관
2027년	자누 서울	2027년	서울 강남	Aman	-	
	인터컨티넨탈 평택		경기도 평택	IHC(InterContinental Hotels & Resorts)	244	
	로즈우드호텔 용산		서울 용산	Rosewood Hotels & Resorts	250	
	신라 모노그램 남해		경남 남해	호텔신라	197	

자료: 언론보도, 하나증권

ii) 2025년부터 2027년까지 ADR은 20% 내외 증가 가능

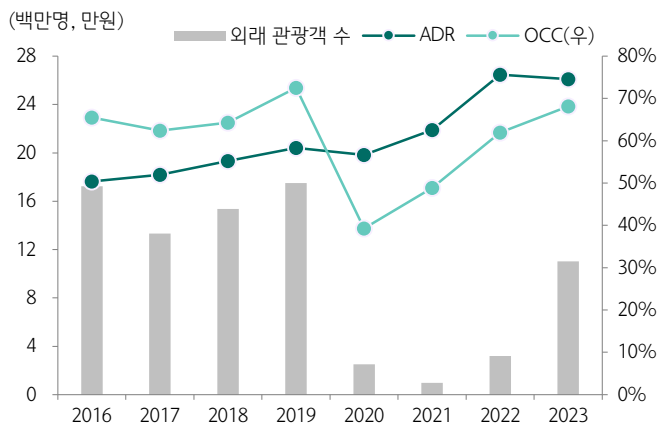
2년간 ADR 상승 추세 예상

코로나19 이후 2021년 서울 주요 지역 호텔의 평균 ADR 22년 14.5만원 → 23년 16.4만원 → 24년 19.4만원, 5성급 호텔 기준 22년 28.8만원 → 23년 30.6만원 → 24년 34.6만원까지 상승한 것으로 파악된다. 25년 상반기 기준으로 봐도 5성급 호텔은 YoY 8~9%, 3~4성급은 6~7%까지 상승하며 강력한 증가세를 지속 중이다.

이미 역대 최대치를 기록한 호텔의 ADR은 수요 증가분을 고려할 때 향후 2년간 연평균 10% 내외의 추가적인 상승여력이 남아있다고 판단된다.

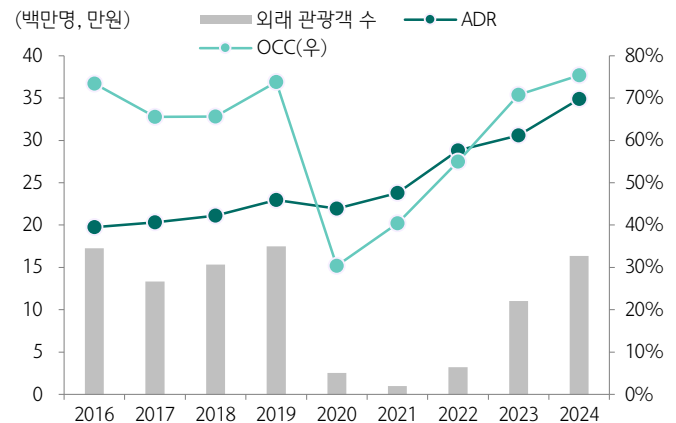
- ① 공급 대비 수요 확대가 빠르게 이어지고 있다. 22년에서 24년 외래관광객이 320만명에서 1,637만명까지 1,300만명 늘어날 때, 서울 호텔의 ADR은 34%나 증가했다. 향후 3,000만명까지 외래관광객이 2025년 대비 800만명이상 이상 늘어날 것으로 예상되는 상황에서 20% 수준의 ADR 상승은 무리한 수치는 아니라 판단한다. 2024년까지는 OCC와 ADR이 동반 상승하는 흐름이었지만, OCC가 이미 높은 수준이기에 ADR을 높일 수 밖에 없는 구간이다.
- ② Hotels.com에 따르면 글로벌 5성급 평균 호텔 가격은 49만원(\$356) 수준이다. 한국 호텔들은 글로벌 평균 대비 훨씬 못 미치는 상황이고, 5성급 호텔 간 ADR을 비교해보면 서울과 도쿄 간 가격 차이는 더 두드러지게 나타난다. 도쿄처럼 서울의 관광 선호도가 급격히 올라가고 있으며, 역대 최대 인바운드가 이어질 것이다. 도쿄 수준만큼은 아니어도 글로벌 평균 호텔 가격 수준까지는 가능할 것이다. 일본 역시 관광객수가 2023년 2,506만명에서 2024년 3,687만명으로 1,000만명 넘게 증가할 때 도쿄 호텔 ADR은 YoY 12% 증가했다.
- ③ 중국인 단체 관광 무비자와 <케이팝 데몬 헌터스> 효과가 반영 되기 시작하면 예상보다 더 높은 상승 흐름이 나타날 수도 있다. 10월 황금 연휴의 다음주(10월 내 상대적 비수기)인 17~19일(주말) 기준 서울 주요 5성급 호텔의 예상 가격을 공유한다.

도표 44. 한국 5성급 호텔 OCC/ADR 추이



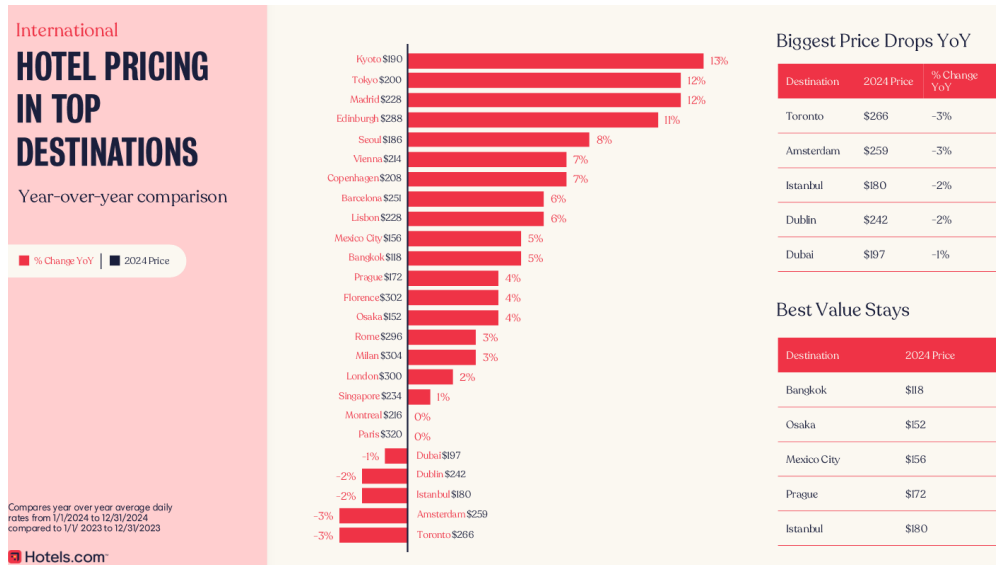
자료: 한국호텔업협회, Genstarmate, 하나증권

도표 45. 서울 5성급 호텔 OCC/ADR 추이



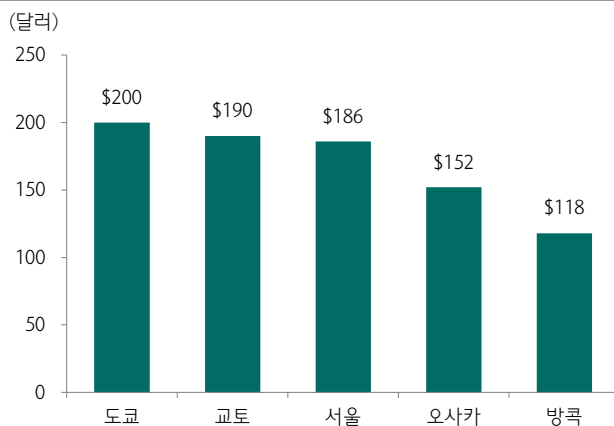
자료: 문화체육관광부, Genstarmate, 하나증권

도표 46. 글로벌 호텔 ADR 변화율



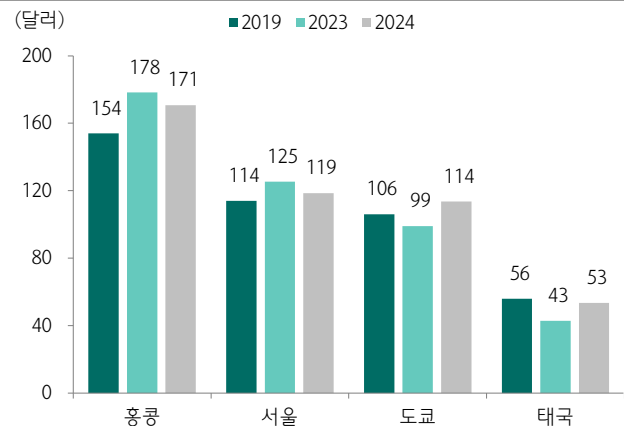
자료: Hotels.com, 하나증권

도표 47. 2024년 도시별 평균 호텔 가격



자료: Hotels.com, 하나증권

도표 48. 주요 관광 도시별 ADR 추이



자료: 한국호텔업협회, TAT, JNTO, 開放數據平台, 하나증권

도표 49. 주요 5성급 호텔 가격

★★★★★ 웨스턴 서울 파르나스	★★★★★ 그랜드 인터컨티넨탈 서울 파르나스 바이 IHG	★★★★★ 서울신라호텔	★★★★★ 노보텔 스위트 엠베서더 서울 용산 - 서울드래곤시티	★★★★★ 나인트리 프리미어 로카우스 호텔 서울 용산
삼성동	삼성동	서울	서울	서울
-	9.6 최고예요 이용 후기 1,009개	9.4 최고예요 이용 후기 1,006개	9.0 매우 훌륭해요 이용 후기 1,004개	9.2 매우 훌륭해요 이용 후기 388개
저희 사이트에 이 가격으로 5개 남음! ₩500,000 중 요금: ₩605,000 세금 및 수수료 포함	저희 사이트에 이 가격으로 1개 남음! ₩1,011,000 중 요금: ₩1,223,310 세금 및 수수료 포함	₩880,000 중 요금: ₩968,000 세금 및 수수료 포함	₩342,000 중 요금: ₩376,200 세금 및 수수료 포함	50% 할인 ₩997,273 ₩453,636 중 요금: ₩499,000 세금 및 수수료 포함

자료: Hotels.com, 하나증권

iii) 영업레버리지 효과로 사상 최대 이익 전망

높은 고정비, 낮은 변동비

호텔은 운영방식(직영/위탁/프랜차이즈)에 따라 수익성 차이가 나지만, 보통 호텔업체들의 원가율은 70% 내외 정도다. 건물 규모가 크고 인원이 많이 필요하기 때문에 인건비 비중이 가장 높고(원가의 약 40%) 그 외에는 외주용역비/전기수도세/지급수수료 등의 변동 비용이 대부분이다. 수요와 무관하게 고정 자산 관리를 위해 지불되는 비용과 인건비 비중이 상대적으로 높기 때문에 구조적으로 높은 마진율을 기대하기에는 한계가 있다.

하지만 반대로 본다면, 고정비 비중이 높기 때문에 일정 수준의 매출 규모에서는 레버리지 효과를 크게 기대할 수 있다. 이론적으로 객실당 ADR을 5%만 올려도 고정비는 유지되기 때문에, 영업이익은 20% 이상 늘어날 수 있는 구조다. 따라서 업황이 좋은 구조적 증익 구간에서 호텔업체들은 객실수가 많아 객실당 효율화가 커질 수 있는 업체들의 턴어라운드 강도가 높아진다.

올해까지는 OCC와 ADR 상승이 동시에 이어지면서 외형 확대가 크게 나타날 것 예상되며, 향후 2년동안은 공급이 제한적인 상황에서 영업레버리지 효과가 본격화되며 실적 개선이 가속화될 전망이다. 보수적으로 실적 추정을 접근, 향후 국내 호텔업체들 OCC는 만실인 85%까지 올라가고 ADR은 향후 2년간 4만원(연간 1~2만원) 상승한다고 가정한다. 이 경우 2027년 GS피앤엘 호텔사업에서의 매출과 영업이익은 2025년 대비 각각 +2,000억원/+500억원 상승, 서부T&D의 경우 호텔사업 매출과 이익에서 각각 +380억원/+120억원이 추가될 전망이다. 이는 2025년 대비 영업이익이 GS피앤엘의 경우 50% 이상, 서부 T&D의 경우 25% 증가하는 셈이다.

** 5성급 호텔의 경우 식품/연회 매출 비중 높다(GS피앤엘 그랜드 파르나스 기준 30%, 서울 호텔신라 50%). 식품/연회 매출은 변동비는 객실 대비 높은 편이지만, 매출의 변동이 크지 않고 마진율 10% 내외의 안정적 수익을 창출한다. 결국 이익 규모 확대는 객실 판매에 달려있다.

도표 50. 중국 단체관광 관련 컨슈머 투자 유망 종목 및 실적 변화

(단위: 십억원)

섹터	종목	2025		2026		2027		투자포인트
		매출	영업이익	매출	영업이익	매출	영업이익	
호텔	GS피앤엘	465	85	626	130	687	147	- 호텔 구조적 호황 국면에서 - 서울 내 독보적 위치와 규모 - 리뉴얼 효과에 따라 실적 모멘텀 확대
	서부T&D	215	60	238	69	257	76	- 최대 객실 규모와 서울의 중심인 용산에 위치 - OCC와 ADR의 추가적인 증가 여력이 가장 높음
	호텔신라	4,098	43	4,307	99	4,478	120	- 독보적 브랜드 인지도와 운영 능력 기반한 실적 안정성 - 신라스테이 중심 지속적인 파이프라인 확장
카지노	파라다이스	1,161	188	1,233	204	1,300	219	- 사상 최대 실적에 더해 중국 VIP 확대 모멘텀 기대 - 인천 하얏트 웨스트 타워 인수 성공시 영업이익 증익 가능
	롯데관광개발	606	119	698	156	766	190	10월 황금 연휴 등 및 오버행 해소로 상승 흐름 지속 - 콤프 비중 상승으로 가파른 수익화 기대

도표 51. 운영 형태 - 위탁 형태가 수익성 측면 유리

운영 형태	운영 주체	소유 구조	원가 구조	적용 수수료
위탁	브랜드사	소유주는 운영 주체와 별도	매출의 일정 비율을 브랜드사에 수수료로 지급하며, 이는 변동비 성격. 운영 성과와 무관하게 기본 수수료 등은 고정적으로 나가는 구조	운영/기초수익, 인센티브
프랜차이즈	소유주	소유주가 직접 운영. 브랜드는 상표와 시스템 제공	위탁보다 브랜드에 내는 비용 비율은 다소 높을 수 있지만, 지원인력 파견 비용 등이 없고, 예산 승인 등 운영 간섭이 적어 효율적으로 관리 가능	로열티&시스템 사용료
직영	브랜드사	브랜드사가 직접 호텔 보유/임차 및 운영	외부 수수료/임차료 적어서 호텔 차원의 높은 마진 기대 가능. 요구하는 높은 서비스 기준이나 투자로 인해 비용 증가할 수 있음.	-

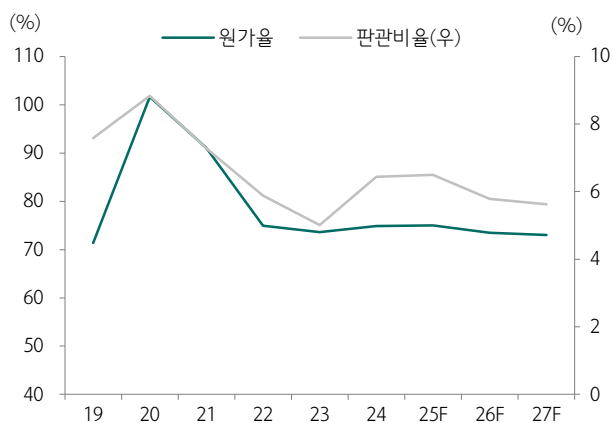
운영수익: 호텔 개발 서비스(설계 및 건설 거래처 선정, 개장 전 서비스 광고, 예산 책정 등), IP 라이선스+전산망 제공, 브랜드 로열티 포함

기초수익(Base Management): 총 매출 중 일정 비율

인센티브 수익(Incentive Management): 영업이익 중 일정 비율

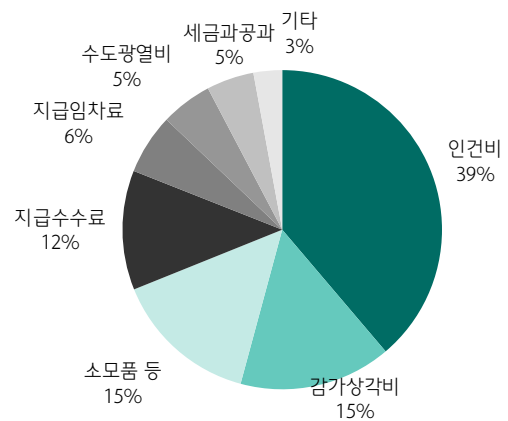
자료: Bloomberg, 하나증권

도표 52. GS피앤엘 원가율과 판관비율: 낮은 변동성



자료: GS피앤엘, 하나증권

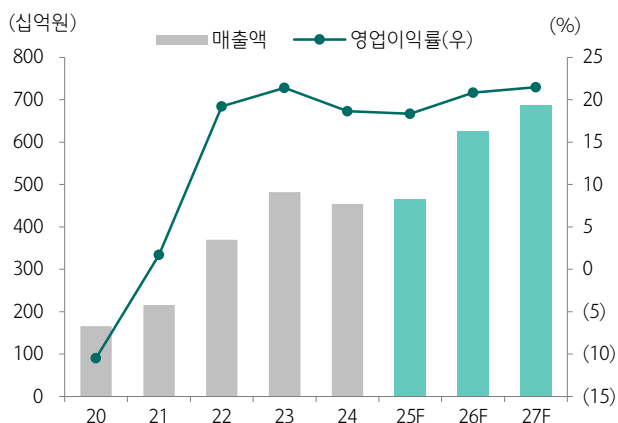
도표 53. GS피앤엘 원가 구성



주: 2023년 기준(2024년은 리뉴얼 영향 정확한 비교 어려움)

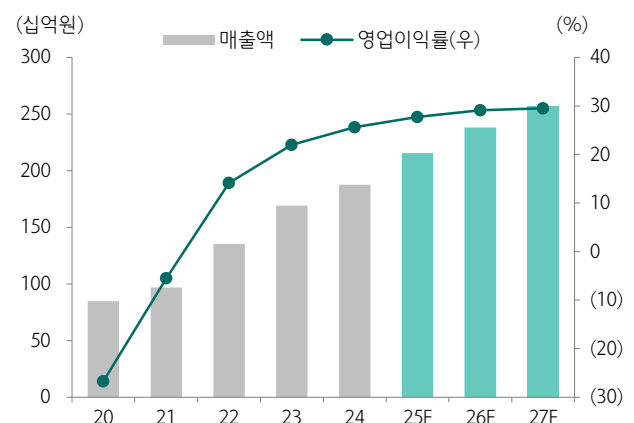
자료: GS피앤엘, 하나증권

도표 54. GS피앤엘 매출액과 영업이익률 추이 및 전망



자료: GS피앤엘, 하나증권

도표 55. 서부 T&D 매출액과 영업이익률 추이 및 전망



자료: 서부T&D, 하나증권

도표 56. 글로벌 호텔 Valuation Table

호텔명		메리어트 인터내셔널/메릴랜드	힐튼 월드와이드 홀딩스	하얏트 호텔	인터컨티넨탈 호텔 그룹	아코르	오리엔탈랜드	H 월드 그룹
시가총액		72,713	64,928	13,777	18,502	12,009	43,426	11,311
매출액	2022	20,773	8,773	5,891	3,892	4,449	2,456	2,061
	2023	23,713	10,235	6,667	4,624	5,468	3,574	3,090
	2024	25,100	11,174	6,648	4,923	6,063	4,284	3,318
	2025F	26,229	11,854	7,117	2,708	6,767	4,849	3,493
	2026F	26,674	12,336	7,433	2,876	7,163	5,165	3,706
영업이익	2022	3,462	2,094	398	687	537	69	-44
	2023	3,864	2,225	305	1,035	795	823	666
	2024	3,767	2,370	374	1,031	850	1,146	722
	2025F	4,512	3,051	496	1,259	978	1,193	841
	2026F	4,873	3,447	701	1,341	1,087	1,342	958
순이익	2022	2,179	1,357	365	511	423	72	-204
	2023	2,179	1,638	276	635	636	597	582
	2024	2,660	1,780	375	697	622	833	516
	2025F	2,740	1,909	263	785	630	839	630
	2026F	2,959	2,050	351	840	709	944	715
EPS	2022	6.69	4.89	3.28	2.82	1.61	0.04	-0.07
	2023	9.99	6.21	2.56	3.76	2.40	0.36	1.79
	2024	9.33	7.12	3.66	4.32	2.52	0.36	1.79
	2025F	10.08	8.02	2.26	4.95	2.52	0.51	1.99
	2026F	11.33	9.03	3.63	5.57	3.04	0.58	2.27
EBITDA	2024	4,402	2,369	1,014	755	777	462	795
	2025F	5,345	3,684	1,156	1,326	1,378	1,659	1,069
	2026F	5,695	3,963	1,253	1,417	1,500	1,828	1,178
영업이익율(%)	2024	15.0	21.2	5.6	20.9	14.0	26.7	21.8
	2025F	17.2	25.7	7.0	46.5	14.4	24.6	24.1
	2026F	18.3	27.9	9.4	46.6	15.2	26.0	25.8
순이익율(%)	2024	10.6	15.9	5.6	14.2	10.3	19.4	15.6
	2025F	10.4	16.1	3.7	29.0	9.3	17.3	18.0
	2026F	11.1	16.6	4.7	29.2	9.9	18.3	19.3
PER	2023	22.6	35.8	40.3	20.4	14.7	91.9	18.2
	2024	32.8	35.7	42.9	32.0	18.9	66.1	22.4
	2025F	26.6	34.4	63.8	24.3	19.3	47.3	18.5
	2026F	23.6	30.6	39.7	21.6	16.0	41.9	16.2
PBR	2023	-	-	3.8	-	2.5	5.8	7.2
	2024	-	-	4.3	-	2.5	8.4	6.1
	2025F	-	-	3.9	-	2.1	5.5	5.5
	2026F	-	-	3.9	-	2.2	5.0	4.9
ROE	2023	-	-	6.1	-	13.3	10.2	39.2
	2024	-	-	36.5	-	13.6	13.5	25.1
	2025F	(78.6)	(43.7)	5.8	(31.4)	11.8	12.0	32.1
	2026F	(80.3)	(39.1)	11.1	(31.4)	13.5	12.5	32.3
EV/EBITDA	2024	20.6	21.7	22.3	20.4	13.3	36.6	8.8
	2025F	16.4	20.5	16.6	16.6	11.5	25.6	10.4
	2026F	15.4	19.1	15.3	15.5	10.6	23.3	9.4
배당률(%)	2024	0.9	0.2	0.4	1.3	2.7	0.3	0.0
	2025F	1.0	0.2	0.5	1.8	3.6	0.5	3.7
	2026F	1.0	0.2	0.5	1.8	3.6	0.5	3.7

자료: Bloomberg, 하나증권

도표 57. 힐튼 인터내셔널 실적 현황

(단위: 백만달러, %)

	2023	2024	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25
매출	10,235	11,174	2,290	2,660	2,673	2,609	2,573	2,951	2,867	2,783	2,695	3,137
성장률(YoY%)	16.7	9.2	33.2	18.8	12.9	6.8	12.2	10.9	7.3	6.7	4.7	6.3
위탁·프랜차이즈	2,986	3,259	653	773	787	773	747	850	852	810	785	917
운영수익	2,370	2,600	508	618	643	601	571	689	698	642	625	745
기본수익	342	369	80	86	81	95	106	93	88	82	88	97
인센티브 수익	274	290	65	69	63	77	70	68	66	86	72	75
직영 호텔 매출	1,244	1,255	248	341	335	320	255	337	330	333	234	332
본사·기타 수익	178	232	35	46	45	52	50	71	58	53	46	77
비용 환입	5,827	6,428	1,357	1,500	1,506	1,464	1,521	1,693	1,627	1,587	1,630	1,811
영업이익	2,225	2,370	498	674	653	400	533	725	623	489	536	778
OP margin(%)	21.7	21.2	21.7	25.3	24.4	15.3	20.7	24.6	21.7	17.6	19.9	24.8
성장률(YoY%)	6.3	6.5	35.0	12.7	4.8	-20.6	7.0	7.6	-4.6	22.3	0.6	7.3
세전이익	1,692	1,783	302	568	548	274	365	591	491	336	410	629
법인세	541	244	93	155	169	124	97	169	147	-169	110	187
순이익	1,141	1,535	206	411	377	147	265	421	344	505	300	440
NP margin(%)	11.1	13.7	9.0	15.5	14.1	5.6	10.3	14.3	12.0	18.1	11.1	14.0
성장률(YoY%)	-9.1	34.5	-2.8	11.7	8.6	-55.2	28.6	2.4	-8.8	243.5	13.2	4.5

자료: Hilton International, Bloomberg, 하나증권

도표 58. 메리어트 인터내셔널 실적 현황

(단위: 백만달러, %)

	2023	2024	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25
매출	23,713	25,100	5,615	6,075	5,928	6,095	5,977	6,439	6,255	6,429	6,263	6,744
성장률(YoY%)	14.2	5.8	33.7	13.8	11.6	2.9	6.4	6.0	5.5	5.5	4.8	4.7
순 수수료 매출	4,824	5,170	1,133	1,250	1,197	1,244	1,210	1,343	1,283	1,334	1,275	1,400
운영수익	1,238	1,288	293	318	306	321	313	330	312	333	325	340
프랜차이즈 수익	2,831	3,113	639	739	748	705	688	818	812	795	746	860
인센티브 수익	755	769	201	193	143	218	209	195	159	206	204	200
투자 계약 상각	(88)	(103)	(21)	(22)	(23)	(22)	(23)	(27)	(26)	(27)	(28)	(29)
직영 호텔 매출	1,564	1,551	356	390	363	455	357	395	381	418	361	441
비용 환입	17,413	18,482	4,147	4,457	4,391	4,418	4,433	4,728	4,617	4,704	4,655	4,932
영업이익	3,924	3,844	952	1,134	1,088	726	884	1,203	953	804	949	1,244
OP margin(%)	16.5	15.3	17.0	18.7	18.4	11.9	14.8	18.7	15.2	12.5	15.2	18.4
성장률(YoY%)	12.7	-1.4	67.0	21.3	13.6	-27.2	-7.1	6.1	-12.4	10.7	7.4	3.4
세전이익	3,378	3,151	844	964	989	581	727	1,040	786	598	764	1,054
법인세	295	776	87	238	237	-267	163	268	202	143	99	291
순이익	3,083	2,375	757	726	752	848	564	772	584	455	665	763
NP margin(%)	13.0	9.5	13.5	12.0	12.7	13.9	9.4	12.0	9.3	7.1	10.6	11.3
성장률(YoY%)	30.7	-23.0	100.8	7.1	19.4	26.0	-25.5	6.3	-22.3	-46.3	17.9	-1.2

자료: Marriott International, Bloomberg, 하나증권

4. 복합리조트도 사상 최대 실적

1) 롯데관광개발(그랜드 하얏트 제주)의 OCC는 이미 90% 상회

콤프 확대를 통한 드랍액 극대화

복합리조트는 카지노를 중심으로 다양한 부대 시설을 통합 운영하는 대규모 리조트 단지다. 카지노가 핵심 수익원이기 때문에 카지노 고객에게 객실을 콤프로 제공하여 장기 체류를 유도하고 이를 통해 드랍액을 극대화한다. 한국의 경우 인천의 파라다이스 시티와 제주드림타워가 여기에 해당된다.

제주드림타워의 객실은 약 1,600개로 국내 복합리조트 중 최대 규모다. 이 중 카지노 영업(콤프)에 활용되는 객실 수 비중은 1분기 약 30%, 2분기 약 40%, 그리고 7월에는 약 50%까지 가파르게 상승하고 있다. 이에 따라 OCC는 2025년 2분기 기준 약 88%(YoY +20%p), 7월 기준 91%를 기록하며 개장 이후 처음으로 마카오 수준에 근접했다. 호텔 OCC, 방문객 수, 카지노 드랍액 및 매출액이 모두 가파르게 상승하고 있는데, 호텔 매출만 보면 OCC 상승에도 불구하고 오히려 전년 대비 소폭 감소했다. 카지노 고객에게 콤프(마케팅)로 활용되고 있기 때문이며, 카지노 매출 혹은 방문객 수 증가를 전제로 한 호텔 매출 감소는 매우 긍정적인 신호다. 콤프 비중 상승으로 2분기에 사상 최대 영업이익인 331억원(+463%)을 기록했으며, 중장기적으로는 콤프 비중이 70% 내외까지 상승하면서 사상 최대 실적 흐름이 이어질 것이다.

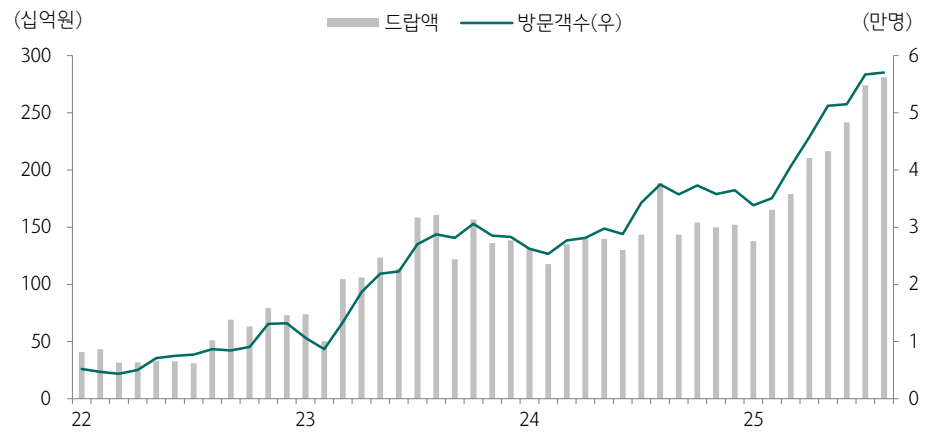
도표 59. 롯데관광개발 실적 추정

(단위: 십억원)

	23	24	25F	26F	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25F	4Q25F
드랍액	1,445	1,726	2,591	3,087	385	410	476	456	482	669	752	689
홀드올	10.6%	17.1%	16.6%	16.6%	18.2%	16.2%	17.7%	16.2%	17.5%	16.5%	16.2%	16.4%
매출액	314	471	606	698	106	116	139	110	122	158	168	159
여행	61	84	91	94	18	25	27	15	22	24	21	24
호텔	93	86	79	86	17	23	26	19	14	22	22	21
카지노	152	295	429	512	70	66	84	74	85	110	122	113
기타	7	7	6	6	1	2	2	2	1	1	2	2
영업이익	(61)	39	119	156	9	6	22	2	13	33	40	33
OPM(%)	(19)	8	20	22	8	5	16	2	11	21	24	21
당기순이익	(202)	(117)	(19)	18	(38)	(3)	(29)	(47)	(24)	6	2	(2)

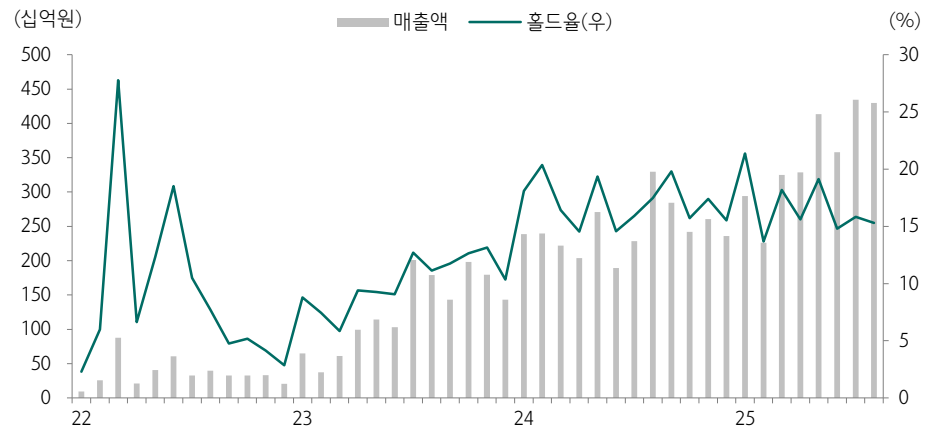
자료: 롯데관광개발, 하나증권

도표 60. 롯데관광개발 월별 카지노 드랍액 및 방문객 수 추이



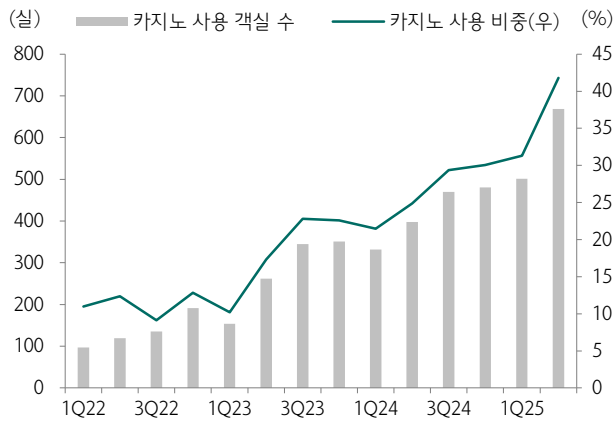
자료: 롯데관광개발, 하나증권

도표 61. 롯데관광개발 월별 카지노 매출액 및 홀드율 추이



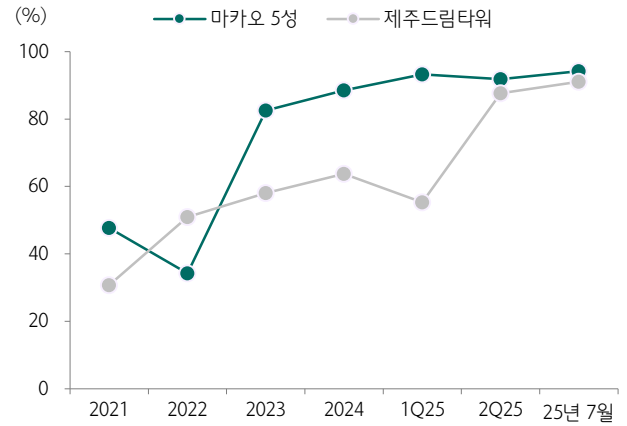
자료: 롯데관광개발, 하나증권

도표 62. 그랜드 하얏트 제주 카지노 고객 객실 사용 비중



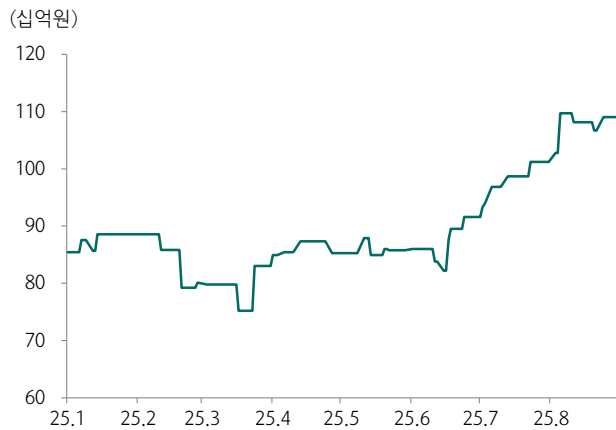
자료: 롯데관광개발, 하나증권

도표 63. 마카오/제주드림타워 호텔 OCC 추이



자료: 롯데관광개발, Bloomberg, 하나증권

도표 64. 롯데관광개발 2025년 영업이익 컨센서스 추이



자료: Quantiverse, 하나증권

도표 65. 제주드림타워 호텔 전경



자료: 언론, 하나증권

2) 국내 외국인카지노 1위 기업 파라다이스

하얏트 인수를 통한
성장 모멘텀

파라다이스는 국내 외국인카지노 1위 기업으로 영종도에 복합리조트인 파라다이스시티를 운영하고 있다. 객실 수는 약 700실이며 콤프에 활용되는 비중은 약 30% 내외로 추정된다. 실적 흐름 역시 비슷하게 나타나고 있는데, 2분기 씨티 기준 카지노 드랍액과 매출액은 각각 약 1.0조원(+19%)/1,283억원(+25%)으로 증가했으나, 호텔 매출은 OCC가 75%(-5%p)를 기록하며 202억원(YoY -18%)으로 부진했다.

내국인 수요가 워낙 높아 콤프 비중의 추가 상승 여력이 높지 않은 것으로 추정되는데, 이미 50% 수준을 콤프에 활용하고 있는 제주드림타워와 비교하면 다소 아쉬운 부분이 있는 것도 사실이다. 다행히도, 언론에 따르면 인천 하얏트 웨스트 타워(약 500실)의 인수를 검토 중이다. 만약 확정된다면 국내 수요를 하얏트로 모객하고, 이를 통해 씨티 내 콤프 비중을 확대하면 카지노 매출이 1,800~2,700억원 내외로 상승할 것이다. 연간 공헌 영업이익 기준으로는 약 1,000억원 내외가 예상되는데, 2025년 대비 약 50% 이상 증익하는 것이다. 참고로, 2025년 3월에 발표한 기업가치제고 계획에 따르면 파라다이스의 2027년 실적 목표는 매출액/영업이익 각각 1.5조원/3,000억원으로 하얏트 인수를 가정하고 작성한 것으로 추정된다. 해당 호텔의 리노베이션 및 연결 통로 공사 등을 고려할 때 연내 인수를 가정하더라도 실제 영업은 빨라도 내년 하반기 이후로 예상된다.

도표 66. 파라다이스 실적 추정

(단위: 십억원)

	23	24	25F	26F	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25F	4Q25F
드랍액	6,173	6,868	7,207	7,658	1,730	1,704	1,773	1,662	1,694	1,835	1,817	1,860
홀드올	11.3%	11.2%	11.8%	11.7%	11.1%	11.9%	10.2%	11.5%	12.4%	11.9%	11.6%	11.3%
매출액	994	1,072	1,161	1,233	265	273	268	266	283	284	294	299
카지노	415	403	428	444	102	112	84	104	116	101	105	107
호텔	114	112	111	112	26	28	30	29	24	28	30	29
기타	16	18	19	20	4	2	8	4	4	4	8	4
복합리조트	449	539	602	656	132	131	147	129	139	152	151	159
영업이익	146	136	188	204	48	32	36	19	57	43	53	35
OPM	15%	13%	16%	17%	18%	12%	13%	7%	20%	15%	18%	12%
당기순이익	80	111	133	138	37	18	20	36	43	32	34	24
지배주주순이익	66	76	96	111	26	15	10	25	31	21	27	17

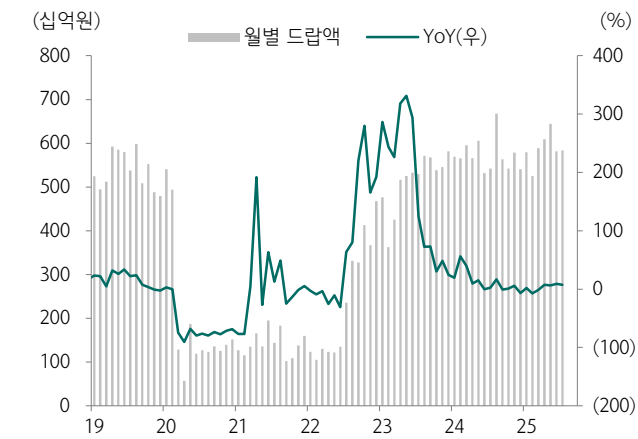
자료: 파라다이스, 하나증권

도표 67. 인천 파라다이스 시티 객실 활용도 증가 시 카지노 매출 성장 시나리오

전체 객실 수	카지노 영업에 활용되는 비중	활용되는 객실 수	인당 드랍액 (추정)	홀드올 (추정)	연간 카지노 매출 증분
700실	20%	140	3,200만원	11%	1,800억원
	30%	210			2,700억원

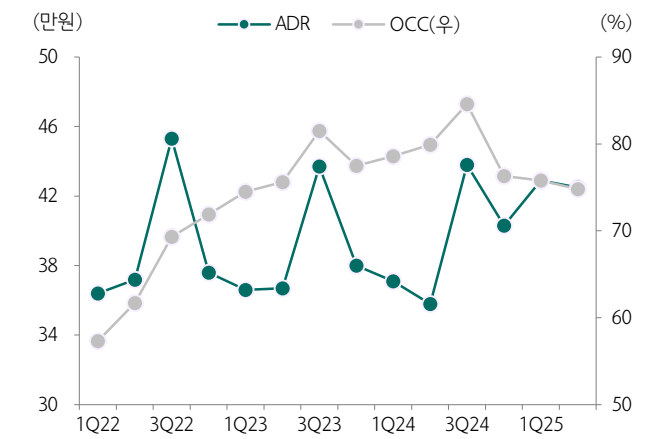
자료: 파라다이스, 하나증권

도표 68. 파라다이스 월별 드랍액: 7월 5,839억원(YoY +8%)



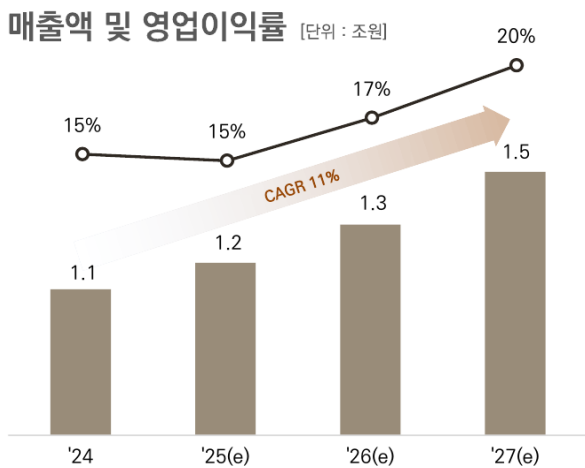
자료: 파라다이스, 하나증권

도표 69. 파라다이스 시티 호텔 ADR 및 OCC 추이



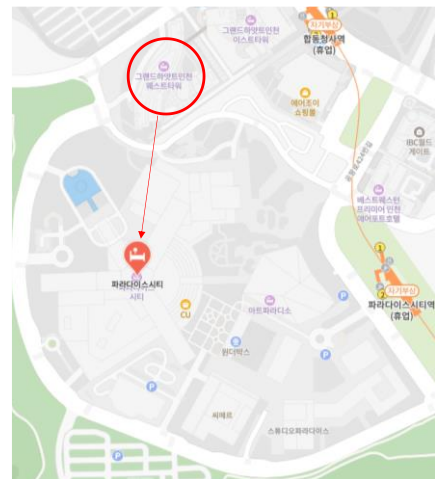
자료: 파라다이스, 하나증권

도표 70. 파라다이스 경영목표



자료: 파라다이스, 하나증권

도표 71. 파라다이스 씨티&그랜드하얏트 웨스트타워 위치



자료: 파라다이스, 네이버, 하나증권

기업분석

GS피앤엘 (499790)	29
호텔신라 (008770)	33
서부T&D (006730)	35
파라다이스(034230)	38
롯데관광개발(032350)	42

2025년 9월 3일 | 기업분석_Report

BUY (신규)

목표주가(12M) 67,000원
현재주가(9.2) 47,450원

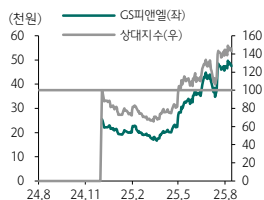
Key Data

KOSPI 지수 (pt)	3,172.35
52주 최고/최저(원)	49,650/16,590
시가총액(십억원)	941.0
시가총액비중(%)	0.04
발행주식수(천주)	19,830.8
60일 평균 거래량(천주)	226.0
60일 평균 거래대금(십억원)	9.1
외국인지분율(%)	8.93
주요주주 지분율(%)	
GS 외 2인	58.62
국민연금공단	5.39

Consensus Data

	2025	2026
매출액(십억원)	447.0	515.9
영업이익(십억원)	66.2	86.6
순이익(십억원)	37.7	52.5
EPS(원)	1,649	2,567
BPS(원)	44,186	46,839

Stock Price



Financial Data (십억원, %, 배, 원)

투자지표	2023	2024	2025F	2026F
매출액			465.2	626.3
영업이익			85.3	130.5
세전이익			68.2	116.6
순이익			36.0	62.4
EPS			1,816	3,147
증감율			N/A	73.29
PER			26.13	15.08
PBR			1.12	1.04
EV/EBITDA			12.98	8.29
ROE			4.29	7.16
BPS			42,470	45,618
DPS			0	0



Analyst 서현정 hjs0214@hanafn.com

GS피앤엘 (499790)

하반기에는 파르나스로 가요

위치와 규모에서 경쟁우위 확보

GS피앤엘은 GS리테일에서 인적분할되어 재상장된 기업으로, 파르나스호텔과 후레쉬미트를 자회사로 둔 중간지주회사다. 2025년 상반기 기준 매출 비중은 파르나스호텔 84%, 임대수익(파르나스타워) 16%다. 5성급 호텔인 ‘그랜드 인터컨티넨탈 서울 파르나스’를 보유하고 있고, 동일한 브랜드를 사용하던 코엑스 호텔은 웨스틴 브랜드로 리모델링 중에 있다. 이와 더불어, 명동/인사동/동대문/판교/용산 등 서울 핵심 지역에 나인트리 브랜드로 총 6개의 비즈니스호텔을 운영하고 있다. 1) 호텔 산업의 수요 증가와 공급부족이라는 구조적 호황 국면에서 2) 서울 내 독보적 위치와 규모(5성급 기준 강남 최대), 3) 리뉴얼 효과에 따라 실적 모멘텀이 가파르게 확대될 것으로 예상된다.

하반기 리뉴얼 효과 극대화

GS피앤엘 2023년 매출 4,822억원(YOY 31%), 영업이익 1,032억원(YoY 45%)으로 사상 최대 실적을 기록했다. 2024년 매출과 영업이익은 각각 6%, 18% 감소했으나, 이는 코엑스 호텔 리모델링 여파로 일시적 요인이었다. 그랜드 서울 파르나스 기준 OCC는 2022년 평균 65%→2023년 75%→2024년 80% 초반 수준까지 상승하였고, ADR 역시 동일 기간 20% 이상 개선된 것으로 추정된다. 2025년 2분기에도 파르나스 OCC는 89%까지 상승했고, ADR도 같이 증가한 것으로 파악된다. 나인트리 OCC도 YoY +1.5% 늘어나면서 양호한 실적을 기록했다. 하반기에는 리뉴얼 효과에 힘입어 실적 개선이 더욱 가파라질 전망이다. 올해 9월 신규 오픈 예정되어 있는 웨스틴의 객실수는 기존 656실에서 564실로 감소하지만, ADR은 이전 대비 50% 이상 상승할 것으로 보인다. 정상화된다면 매출 규모는 2,000원까지 확대될 것으로 예상된다. 제반 CAPEX 투자에 따른 감가비는 연간 100억 원 내외로 반영될 전망이다. 큰 부담 요인은 아니다. 3분기 영업이익은 267억원(YoY 24%) 추산하며, 웨스틴 오픈 프로모션 비용 등을 반영한 수치다. 향후 ADR의 상승이 추가적인 이익 상승 여력을 더욱 넓혀줄 것으로 예상되며, 2026년 영업이익은 1,305억(YoY 53%), 2027년 1,478억(YoY 13%)까지 개선될 것으로 기대한다.

투자의견 BUY, 목표주가 67,000원 커버리지 개시

목표주가 6.7만원은 2027년 적정 PER 20배를 적용, 현재가치로 할인한 수치다. 실적 안정성에 근거한 안정적 캐시카우 역할만으로 15배 적용이 가능, 향후 중국인까지 본격적으로 들어오면서 추가 성장 여력 기대되는 바 적정 PER 20배를 적용했다. 현재 주가 12MF PER 17배로 높아 보이지만, 호텔의 실적 개선 폭과 가시성은 높기 때문에 2027년 실적까지 미리 당겨서 주가에 선반영할 수 있다. 부동산가치(1.2조원)으로 산정할 경우 추가 기업가치 제고도 가능하다.

도표 1. GS피앤엘 실적 전망 (K-IFRS 연결)

(단위: 십억원)

	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	2024년	1Q25	2Q25	3Q25F	4Q25F	2025년
매출	110	131	104	110	455	94	112	123	136	465
호텔						76	93	104	117	389
그랜드						45	53	54	55	208
웨스틴						1	1	9	21	32
파르나스 제주						9	13	13	12	47
나인트리						20	26	28	29	103
파르나스타워						16	16	17	17	66
기타						3	3	3	2	10
영업이익	24	26	22	13	85	15	12	27	32	85
호텔						4	6	17	22	49
그랜드						8	7	11	11	37
웨스틴						-6	-7	-2	4	-11
파르나스 제주						-1	0	0	0	-1
나인트리						3	7	7	7	24
파르나스타워						12	6	11	11	40
순이익	16	19	-1	7	41	8	6	17	22	54
당기순이익	10	13	0	5	27	5	4	12	15	36
영업이익률(%)	22.2	19.6	20.8	12.0	18.7	16.1	10.3	21.7	23.5	18.3
매출(YoY,%)	12.7	5.9	-17.4	-18.8	-5.7	-13.9	-14.3	18.3	23.2	2.3
호텔										
파르나스타워										
영업이익(YoY,%)						-37.4	-55.0	23.6	140.5	0.6
호텔										
파르나스타워										

자료: GS피앤엘, 하나증권

도표 2. GS P&L 영업설비 현황

(단위: 십억원)

사업부문	구분	소재지	토지	건물	객실수
호텔/임대 오피스	그랜드 서울 파르나스 (파르나스타워 포함)	서울 강남구 삼성동	775	421	550
	웨스틴 서울 파르나스	서울 강남구 삼성동	-	57	564
	파르나스호텔 제주	제주 서귀포시 색달동	-	-	307
비즈니스호텔	나인트리호텔 명동	서울 중구 명동	-	-	144
	나인트리 호텔 명동 II	서울 중구 초동	-	-	408
	나인트리 호텔 인사동	서울 종로구 관훈동	-	-	301
	나인트리호텔 동대문	서울 중구 을지로	-	-	219
	나인트리 호텔 서울 판교	성남시 수정구 시흥동	-	-	315
	나인트리 로카우스 호텔 서울 용산	서울 용산구 한강로3가	-	-	274

주 1: 토지와 건물은 장부가액 기준

자료: 파르나스호텔, 하나증권

도표 3. GS피앤엘 연간 실적 전망 및 Valuation (K-IFRS 연결)

(단위: 십억원)

	2023	2024	2025F	2026F	2027F
매출	482	455	465	626	687
호텔	421	391	389	549	608
그랜드	169	186	208	217	226
웨스틴	124	63	32	169	206
파르나스 제주	43	47	47	48	51
나인트리	81	92	103	115	125
파르나스타워	61	63	66	68	70
영업이익	103	85	85	130	147
호텔	66	47	49	92	108
그랜드	31	31	37	39	41
웨스틴	18	-3	-11	26	37
파르나스 제주	0	0	-1	0	0
나인트리	17	20	24	27	29
파르나스타워	37	38	40	41	42
세전이익	86	51	68	117	135
순이익	68	40	54	92	107
지배순이익	46	27	36	62	72
적정시가총액	1,103	1,180	1,263	1,351	1,446
주식수(천주)	19,831	19,831	19,831	19,831	19,831
적정주가(원)	56	60	64	68	73
적정PER(배)	24	43	35	11	20
EPS(원)	2,331	1,379	1,816	3,147	3,646
영업이익률(%)	21.4	18.7	18.3	20.8	21.5
매출 (YoY,%)	30.5	-5.7	2.3	34.7	9.7
영업이익 (YoY,%)	45.4	-17.8	0.6	53.0	13.0
순이익 (YoY,%)	40.9	-40.9	31.7	73.3	15.8

자료: GS피앤엘, 하나증권

추정 재무제표

손익계산서

(단위:십억원)

	2023	2024	2025F	2026F	2027F
매출액	0.0	0.0	465.2	626.3	687.3
매출원가	0.0	0.0	348.9	460.4	501.7
매출총이익	0.0	0.0	116.3	165.9	185.6
판매비	0.0	0.0	31.0	35.5	38.1
영업이익	0.0	0.0	85.3	130.5	147.5
금융손익	0.0	0.0	(16.1)	(14.6)	(13.2)
종속/관계기업손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	0.0	0.0	(1.0)	0.7	0.8
세전이익	0.0	0.0	68.2	116.6	135.1
법인세	0.0	0.0	14.3	24.3	28.1
계속사업이익	0.0	0.0	53.9	92.4	107.0
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	0.0	0.0	53.9	92.4	107.0
비배주주지분 손이익	0.0	0.0	17.9	30.0	34.7
지배주주순이익	0.0	0.0	36.0	62.4	72.3
지배주주지분포괄이익	0.0	0.0	4.5	59.9	69.3
NOPAT	0.0	0.0	67.4	103.4	116.8
EBITDA	0.0	0.0	146.3	188.8	203.2
성장성(%)					
매출액증가율	N/A	N/A	N/A	34.63	9.74
NOPAT증가율	N/A	N/A	N/A	53.41	12.96
EBITDA증가율	N/A	N/A	N/A	29.05	7.63
영업이익증가율	N/A	N/A	N/A	52.99	13.03
(지배주주)순이익증가율	N/A	N/A	N/A	73.33	15.87
EPS증가율	N/A	N/A	N/A	73.29	15.86
수익성(%)					
매출총이익률	N/A	N/A	25.00	26.49	27.00
EBITDA이익률	N/A	N/A	31.45	30.15	29.56
영업이익률	N/A	N/A	18.34	20.84	21.46
계속사업이익률	N/A	N/A	11.59	14.75	15.57

투자지표

	2023	2024	2025F	2026F	2027F
주당지표(원)					
EPS	0	0	1,816	3,147	3,646
BPS	0	0	42,470	45,618	49,263
CFPS	0	0	6,859	8,910	9,598
EBITDAPS	0	0	7,379	9,520	10,245
SPS	0	0	23,457	31,584	34,657
DPS	0	0	0	0	0
주가지표(배)					
PER	0.00	0.00	26.13	15.08	13.01
PBR	0.00	0.00	1.12	1.04	0.96
PCFR	0.00	0.00	6.92	5.33	4.94
EV/EBITDA	0.00	0.00	12.98	8.29	6.77
PSR	0.00	0.00	2.02	1.50	1.37
재무비율(%)					
ROE	0.00	0.00	4.29	7.16	7.69
ROA	0.00	0.00	1.59	2.56	2.69
ROIC	0.00	0.00	4.57	7.23	8.73
부채비율	0.00	0.00	87.41	95.34	93.14
순부채비율	0.00	0.00	45.46	14.93	(1.89)
아자보상배율(배)	0.00	0.00	5.51	41.41	46.34

자료: 하나증권

대차대조표

(단위:십억원)

	2023	2024	2025F	2026F	2027F
유동자산	0.0	0.0	25.4	406.2	638.3
금융자산	0.0	0.0	0.0	372.0	600.8
현금성자산	0.0	0.0	0.0	372.0	600.8
매출채권	0.0	0.0	20.0	27.0	29.6
재고자산	0.0	0.0	2.0	2.7	2.9
기타유동자산	0.0	0.0	3.4	4.5	5.0
비유동자산	0.0	0.0	2,246.7	2,191.0	2,136.3
투자자산	0.0	0.0	7.4	9.9	10.9
금융자산	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
유형자산	0.0	0.0	1,297.7	1,240.5	1,185.7
무형자산	0.0	0.0	12.4	11.4	10.4
기타비유동자산	0.0	0.0	929.2	929.2	929.3
자산총계	0.0	0.0	2,272.1	2,597.2	2,774.6
유동부채	0.0	0.0	196.0	256.9	279.9
금융부채	0.0	0.0	38.8	46.9	50.0
매입채무	0.0	0.0	5.6	7.6	8.3
기타유동부채	0.0	0.0	151.6	202.4	221.6
비유동부채	0.0	0.0	885.4	1,010.7	1,058.1
금융부채	0.0	0.0	523.6	523.6	523.6
기타비유동부채	0.0	0.0	361.8	487.1	534.5
부채총계	0.0	0.0	1,081.4	1,267.6	1,338.0
지배주주지분	0.0	0.0	841.1	903.5	975.8
자본금	0.0	0.0	19.8	19.8	19.8
자본잉여금	0.0	0.0	818.4	818.4	818.4
자본조정	0.0	0.0	(1.2)	(1.2)	(1.2)
기타포괄이익누계액	0.0	0.0	(0.2)	(0.2)	(0.2)
이익잉여금	0.0	0.0	4.3	66.7	139.0
비지배주주지분	0.0	0.0	396.1	426.1	460.8
자본총계	0.0	0.0	1,237.2	1,329.6	1,436.6
순금융부채	0.0	0.0	562.5	198.5	(27.2)

현금흐름표

(단위:십억원)

	2023	2024	2025F	2026F	2027F
영업활동 현금흐름	0.0	0.0	75.6	325.0	228.6
당기순이익	0.0	0.0	53.9	92.4	107.0
조정	0.0	0.0	14.6	58.3	55.7
감가상각비	0.0	0.0	61.0	58.3	55.7
외환거래손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
지분법손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타	0.0	0.0	(46.4)	0.0	0.0
영업활동 자산부채변동	0.0	0.0	7.1	174.3	65.9
투자활동 현금흐름	0.0	0.0	(82.1)	(2.6)	(1.0)
투자자산감소(증가)	0.0	0.0	0.0	(2.6)	(1.0)
자본증가(감소)	0.0	0.0	(81.2)	0.0	0.0
기타	0.0	0.0	(0.9)	0.0	0.0
재무활동 현금흐름	0.0	0.0	44.4	8.1	3.1
금융부채증가(감소)	0.0	0.0	53.3	8.1	3.1
자본증가(감소)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	0.0	0.0	(8.9)	0.0	0.0
배당지급	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증감	0.0	0.0	37.9	337.1	228.8
Unlevered CFO	0.0	0.0	136.0	176.7	190.3
Free Cash Flow	0.0	0.0	(5.7)	325.0	228.6

2025년 9월 3일 | 기업분석_Report

BUY (유지)

목표주가(12M) 60,000원
현재주가(9.2) 45,600원

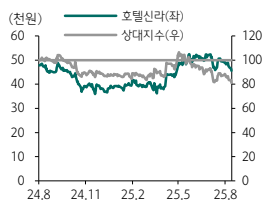
Key Data

KOSPI 지수 (pt)	3,172.35
52주 최고/최저(원)	52,500/35,900
시가총액(십억원)	1,789.7
시가총액비중(%)	0.07
발행주식수(천주)	39,248.1
60일 평균 거래량(천주)	225.7
60일 평균 거래대금(십억원)	11.3
외국인지분율(%)	12.52
주요주주 지분율(%)	
삼성생명보험 외 5인	17.34
국민연금공단	7.02

Consensus Data

	2025	2026
매출액(십억원)	4,135.3	4,502.8
영업이익(십억원)	53.0	132.4
순이익(십억원)	17.8	81.3
EPS(원)	431	2,028
BPS(원)	34,120	36,543

Stock Price



Financial Data (십억원, %, 배, 원)

투자지표	2023	2024	2025F	2026F
매출액	3,568.5	3,947.6	4,094.3	4,299.8
영업이익	91.2	(5.2)	41.9	96.4
세전이익	107.4	(47.0)	14.4	79.0
순이익	86.0	(61.5)	11.8	64.7
EPS	2,149	(1,538)	294	1,619
증감율	흑전	적전	흑전	450.68
PER	30.43	(23.99)	155.10	28.17
PBR	3.67	1.06	1.30	1.24
EV/EBITDA	17.16	21.34	18.28	14.40
ROE	14.98	(6.50)	0.91	4.87
BPS	17,823	34,720	35,014	36,632
DPS	200	0	0	0



Analyst 서현정 hjs0214@hanafn.com

호텔신라 (069960)

이제는 신라호텔로도 봐주세요

높아진 호텔 이익기여도

호텔신라의 주력사업은 면세와 호텔/레저 부분이다. 2025년 2분기 기준 면세 부분 매출 비중은 83% 호텔 비중은 17%에 불과하나, 이익기여도 측면에서는 면세 부문 적자로 호텔이 100%를 차지하고 있다. 호텔 사업은 서울 및 제주 신라호텔을 중심으로 신라스테이/플러스/모노그램을 런칭하며 호텔 브랜드 포트폴리오를 구축하고 있다. 1) 5성급과 비즈니스 호텔을 모두 운영하며 다양한 소비자 층을 보유하고 있고, 2) '신라호텔'이라는 독보적 브랜드 인지도와 운영 능력 기반한 실적 안정성, 3) 신라스테이 중심 지속적인 파이프라인 확장은 공급 부족이라는 구조적 변화 속에서 긍정적이다.

면세가 발목을 잡고 있으나...

2024년 호텔신라는 영업손실 52억원(YoY 적자전환)을 기록하며 부진했는데, 실적 저하의 주 요인은 면세점이었다. 시내점은 수요 약세로 할인율이 상승하며 이익이 크게 부진했고, 국내외 공항의 경우 임차료 증가로 적자가 지속되었기 때문이다. 반면, 호텔/레저 부문 매출은 2022년부터 강한 회복세를 보이며 성장세를 지속 중이다. 2025년 2분기 기준 5성급 호텔인 서울 신라호텔 OCC는 80%까지 상승, ADR 역시 증가세를 이어간 것으로 파악된다. 신라스테이의 경우 과거 2년(22~24년)동안 ADR의 상승폭이 높은 두 자릿수 가까이 올랐음에도 불구하고, 최근에도 이런 추세를 지속하고 있다. 신라스테이는 매년 1~2개씩 신규 오픈을 통해 추가적인 외형 확장 또한 도모하고 있다. 신라스테이는 직영이 아닌 위탁운영이기 때문에 특별한 비용이 추가되지 않고, 운영수익 전체가 영업이익으로 계상될 수 있어 긍정적이다.

투자의견 BUY, 목표주가 60,000원 유지

면세와 호텔 모두 중국 단체관광 무비자 허용으로 모멘텀이 기대되는 시점이다. 면세는 속도는 더디더라도 실적이 회복 추세에 있다. 특히 호텔신라 면세점은 여행사와의 유리한 네트워크 기반 늘어나는 수요 일부를 흡수할 수 있을 것이라 판단한다. 호텔 부문 역시 당분간 OCC를 신라스테이 90% 내외, 신라호텔 80~85%내에서 유지하는 선에서 ADR의 꾸준한 상승세가 예상된다. 면세 부문 이익 가시성만 확보된다면 호텔 기업가치 부각이 충분히 가능할 듯 하다.

도표 1. 호텔신라 실적 전망 (K-IFRS 연결)

(단위: 십억원)

	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	2024년	1Q25	2Q25	3Q25F	4Q25F	2025년
매출	981	1,003	1,016	948	3,948	972	1,025	1,088	1,009	4,094
면세점	831	833	845	774	3,282	827	850	910	826	3,413
호텔/생활레저	150	170	171	174	666	145	175	178	183	681
영업이익	12	28	-17	-28	-5	-2	9	19	16	42
면세점	6	7	-39	-44	-70	-5	-11	-4	-3	-23
호텔/생활레저	6	21	22	16	65	3	20	23	19	65
세전이익	3	40	-27	-63	-47	-4	2	13	3	14
순이익	-2	27	-23	-64	-62	-6	-1	11	8	12
영업이익률(%)	1.2	2.8	-1.7	-2.9	-0.1	-0.3	0.8	1.8	1.6	1.0
세전이익률(%)	0.3	4.0	-2.6	-6.7	-1.2	-0.4	0.2	1.2	0.3	0.4
순이익률(%)	-0.2	2.7	-2.3	-6.8	-1.6	-0.6	-0.1	1.0	0.8	0.3
매출(YoY,%)	30.4	15.7	0.4	1.1	10.6	-0.9	2.3	7.1	6.5	3.7
면세점	36.5	17.6	0.0	0.2	11.9	-0.4	2.1	7.7	6.8	4.0
호텔/생활레저	4.5	6.9	2.8	5.3	4.9	-3.7	3.2	3.8	5.1	2.3
영업이익(YoY,%)	-64.9	-58.9	적전	적지	적전	적전	-68.5	흑전	흑전	흑전
면세점	-76.6	-83.8	적지	적지	적전	적전	적전	적지	적지	적지
호텔/생활레저	-33.3	-14.2	-9.6	40.4	-6.1	-59.7	-2.9	6.1	21.5	0.7

자료: 호텔신라, 하나증권

도표 2. 호텔신라 연간 실적 전망 및 Valuation (K-IFRS 연결)

(단위: 십억원)

	2023	2024	2025F	2026F	2027F
매출	3,568	3,948	4,094	4,300	4,469
면세점	2,934	3,282	3,413	3,592	3,737
호텔/생활레저	635	666	681	708	732
영업이익	91	-5	42	96	116
면세점	22	-70	-23	27	45
호텔/생활레저	69	65	65	69	72
세전이익	107	-47	14	79	109
순이익	86	-62	12	65	89
지배순이익	86	-62	12	65	89
적정시가총액	1,828	2,011	2,212	2,433	2,677
주식수(천주)	39,248	39,248	39,248	39,248	39,248
적정주가(원)	46,581	51,239	56,363	62,000	68,200
적정PER(배)	21.3	N/A	187.9	37.6	30.0
EPS(원)	2,191	-1,567	300	1,650	2,273
영업이익률(%)	2.6	-0.1	1.0	2.2	2.6
매출 (YoY,%)	-27.5	10.6	3.7	5.0	3.9
영업이익 (YoY,%)	16.4	적전	흑전	130.0	20.7
순이익 (YoY,%)	흑전	적전	흑전	449.9	37.8

자료: 호텔신라, 하나증권

추정 재무제표

손익계산서

(단위:십억원)

	2023	2024	2025F	2026F	2027F
매출액	3,568.5	3,947.6	4,094.3	4,299.8	4,469.1
매출원가	2,149.8	2,260.3	2,374.7	2,472.4	2,531.7
매출총이익	1,418.7	1,687.3	1,719.6	1,827.4	1,937.4
판매비	1,327.4	1,692.5	1,677.7	1,731.1	1,821.0
영업이익	91.2	(5.2)	41.9	96.4	116.3
금융손익	(9.1)	(35.3)	(35.1)	(31.8)	(28.7)
종속/관계기업손익	0.0	0.0	4.9	5.4	5.9
기타영업외손익	25.3	(6.6)	2.7	9.0	15.3
세전이익	107.4	(47.0)	14.4	79.0	108.8
법인세	21.4	14.5	2.6	14.2	19.6
계속사업이익	86.0	(61.5)	11.8	64.7	89.2
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	86.0	(61.5)	11.8	64.7	89.2
비배주주지분 손익	(0.0)	0.0	(0.0)	(0.0)	(0.0)
지배주주순이익	86.0	(61.5)	11.8	64.7	89.2
지배주주지분포괄이익	76.3	673.7	11.8	64.7	89.2
NOPAT	73.1	(6.8)	34.4	79.0	95.4
EBITDA	218.9	127.1	141.6	171.5	173.0
성장성(%)					
매출액증가율	(27.50)	10.62	3.72	5.02	3.94
NOPAT증가율	10.93	적전	흑전	129.65	20.76
EBITDA증가율	6.94	(41.94)	11.41	21.12	0.87
영업이익증가율	16.48	적전	흑전	130.07	20.64
(지배주주)순이익증가율	흑전	적전	흑전	448.31	37.87
EPS증가율	흑전	적전	흑전	450.68	37.80
수익성(%)					
매출총이익률	39.76	42.74	42.00	42.50	43.35
EBITDA이익률	6.13	3.22	3.46	3.99	3.87
영업이익률	2.56	(0.13)	1.02	2.24	2.60
계속사업이익률	2.41	(1.56)	0.29	1.50	2.00

투자지표

	2023	2024	2025F	2026F	2027F
주당지표(원)					
EPS	2,149	(1,538)	294	1,619	2,231
BPS	17,823	34,720	35,014	36,632	38,863
CFPS	5,323	3,912	3,751	4,686	4,780
EBITDAPS	5,472	3,177	3,540	4,288	4,326
SPS	89,212	98,689	102,357	107,495	111,727
DPS	200	0	0	0	0
주가지표(배)					
PER	30.43	(23.99)	155.10	28.17	20.44
PBR	3.67	1.06	1.30	1.24	1.17
PCFR	12.29	9.43	12.16	9.73	9.54
EV/EBITDA	17.16	21.34	18.28	14.40	13.54
PSR	0.73	0.37	0.45	0.42	0.41
재무비율(%)					
ROE	14.98	(6.50)	0.91	4.87	6.35
ROA	2.89	(1.80)	0.32	1.80	2.40
ROIC	4.97	(0.34)	1.41	3.34	4.11
부채비율	394.10	196.95	173.23	168.61	161.04
순부채비율	189.35	96.66	88.40	75.53	62.08
이자보상배율(배)	1.77	(0.09)	0.76	1.96	2.36

자료: 하나증권

대차대조표

(단위:십억원)

	2023	2024	2025F	2026F	2027F
유동자산	1,380.2	1,410.9	1,226.9	1,400.7	1,574.5
금융자산	447.9	416.8	196.0	318.0	449.3
현금성자산	411.7	370.4	147.8	267.5	396.7
매출채권	84.5	86.0	89.2	93.7	97.3
재고자산	629.9	622.8	645.9	678.4	705.1
기타유동자산	217.9	285.3	295.8	310.6	322.8
비유동자산	1,626.3	2,403.0	2,314.4	2,254.8	2,210.9
투자자산	329.8	299.3	310.4	326.0	338.8
금융자산	294.5	277.7	288.0	302.4	314.3
유형자산	573.3	1,535.7	1,443.3	1,373.1	1,319.9
무형자산	28.8	23.4	16.2	11.2	7.7
기타비유동자산	694.4	544.6	544.5	544.5	544.5
자산총계	3,006.5	3,813.9	3,541.4	3,655.5	3,785.3
유동부채	1,188.5	1,150.0	860.7	903.2	938.1
금융부채	417.0	411.6	95.1	99.3	102.8
매입채무	271.9	205.8	213.5	224.2	233.0
기타유동부채	499.6	532.6	552.1	579.7	602.3
비유동부채	1,209.6	1,379.6	1,384.5	1,391.4	1,397.1
금융부채	1,183.1	1,246.6	1,246.6	1,246.6	1,246.6
기타비유동부채	26.5	133.0	137.9	144.8	150.5
부채총계	2,398.0	2,529.5	2,245.3	2,294.6	2,335.2
지배주주지분	608.5	1,284.3	1,296.1	1,360.9	1,450.1
자본금	200.0	200.0	200.0	200.0	200.0
자본잉여금	196.6	206.3	206.3	206.3	206.3
자본조정	(104.5)	(104.5)	(104.5)	(104.5)	(104.5)
기타포괄이익누계액	12.0	759.1	759.1	759.1	759.1
이익잉여금	304.4	223.4	235.1	299.9	389.1
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	608.5	1,284.3	1,296.1	1,360.9	1,450.1
순금융부채	1,152.2	1,241.4	1,145.7	1,027.9	900.2

현금흐름표

(단위:십억원)

	2023	2024	2025F	2026F	2027F
영업활동 현금흐름	242.5	68.7	157.1	176.2	184.7
당기순이익	86.0	(61.5)	11.8	64.7	89.2
조정	144.8	228.5	154.4	124.3	106.0
감가상각비	127.6	132.3	99.7	75.2	56.7
외환거래손익	(3.3)	(10.1)	0.0	0.0	0.0
지분법손익	2.8	36.5	0.0	0.0	0.0
기타	17.7	69.8	54.7	49.1	49.3
영업활동 자산부채변동	11.7	(98.3)	(9.1)	(12.8)	(10.5)
투자활동 현금흐름	(231.4)	(95.3)	(12.8)	(18.0)	(14.8)
투자자산감소(증가)	(140.6)	32.3	(11.1)	(15.5)	(12.8)
자본증가(감소)	(54.7)	(74.0)	0.0	0.0	0.0
기타	(36.1)	(53.6)	(1.7)	(2.5)	(2.0)
재무활동 현금흐름	(77.3)	0.8	(371.3)	(44.9)	(45.8)
금융부채증가(감소)	(18.1)	58.1	(316.5)	4.2	3.5
자본증가(감소)	0.0	9.8	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	(51.6)	(59.5)	(54.8)	(49.1)	(49.3)
배당지급	(7.6)	(7.6)	0.0	0.0	0.0
현금의 증감	(66.2)	(25.8)	(286.6)	119.6	129.3
Unlevered CFO	212.9	156.5	150.0	187.4	191.2
Free Cash Flow	187.8	(5.2)	157.1	176.2	184.7

2025년 9월 3일 | 기업분석_Report

Not Rated

현재주가(9.2)

9,040원

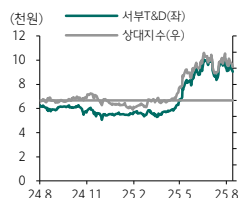
Key Data

KOSDAQ 지수 (pt)	794.00
52주 최고/최저(원)	10,240/5,060
시가총액(십억원)	591.5
시가총액비중(%)	0.14
발행주식수(천주)	65,426.9
60일 평균 거래량(천주)	639.9
60일 평균 거래대금(십억원)	6.0
외국인지분율(%)	15.35
주요주주 지분율(%)	
엠에이에이치 외 15 인	52.89

Consensus Data

	2025	2026
매출액(십억원)	N/A	N/A
영업이익(십억원)	N/A	N/A
순이익(십억원)	N/A	N/A
EPS(원)	N/A	N/A
BPS(원)	N/A	N/A

Stock Price



Financial Data

(십억원, %, 배, 원)

투자지표	2021	2022	2023	2024
매출액	90	129	162	177
영업이익	(0)	10	28	35
세전이익	7	20	145	40
순이익	10	15	111	49
EPS	147	218	1,645	733
증감율	흑전	48.3	654.6	(55.4)
PER	54.5	32.4	4.4	7.4
PBR	0.8	0.7	0.6	0.4
EV/EBITDA	66.9	32.2	20.8	16.7
ROE	1.6	2.3	14.0	5.2
BPS	9,674	9,850	12,087	14,343
DPS	50	50	50	100



Analyst 서현정 hjs0214@hanafn.com

서부T&D (006730)

용산 어때, 드래곤시티 어때

1,700개의 최대 객실 보유

서부T&D는 관광호텔업(서울드래곤 시티), 쇼핑몰운영업(인천 스퀘어원), 물류시설운영업 등을 영위하는 기업이다. 2025년 2분기 기준 매출 비중은 관광호텔업 78%, 쇼핑몰운영 17% 등이다. 2017년 오픈한 서울드래곤 시티는 1,700객실 국내 최대 규모 호텔 복합단지다. 총 4개의 아코르 호텔 그룹 브랜드로 구성되어 있으며 5성급(그랜드머큐어/노보텔 스위트/노보텔)과 4성급(이비스 스타일)을 보유하고 있다. 1) 최대 객실 규모와 서울의 중심인 용산에 위치하고 있고, 2) OCC와 ADR의 추가적인 증가 여력이 가장 높으며, 3) 보유 중인 부동산 개발 통한 추가 성장이 기대되는 시점이다.

호텔 영업레버리지 가능 구간

서울 드래곤시티 호텔 매출액은 2022년 848억원, 23년 1,194억원, 24년 1,355억원으로 2022년을 기점으로 가파른 증가 추세에 있다. OCC는 2022년 61%→23년 69%→24년 71% 수준까지 상승하였고, ADR 역시 12만원대에서 17만원대로 개선된 것으로 추정된다. 올해 2분기 기준 드래곤시티 호텔 매출은 363억원을 기록하며 YoY 8% 증가했는데, 영업이익은 YoY 26%나 증가했다. 재산세 23억원을 감안하면 매출 대비 이익 개선폭이 크게 확대된 것으로 판단한다. 분기당 매출액 규모 250억원이 이익 분기점으로, 향후 이러한 영업레버리지 효과는 극대화 될 것으로 예상된다. 현재 OCC는 70%초반, 평균 ADR은 20만원을 넘지 않은 상황이다. 경쟁업체대비 OCC와 ADR 상승폭에 따른 추가적인 매출 증가분이 더욱 크게 나타날 전망이다. 내년부터는 보유 중인 부동산 개발 통한 추가 성장도 기대된다. 용산 한강로 나진 상가 부지의 하이엔드 오피스텔 개발을 추진 중인데, 빠르면 내년 말부터 선분양에 따른 매출이 추가될 수도 있다. 2024년 연간 영업이익은 600억원(YoY 25%), 2026년에는 700억원(YoY 16%)까지 증가할 전망이다.

여유 있는 상승 여력

현재 주가 12MF PER 20배에 거래 중으로 중이다. 다만, 외국인 인바운드 수요 확대에 따라 ADR과 OCC가 증가할 여력이 높으며, 호텔은 영업레버리지 가능한 구간으로 예상보다 실적 개선 폭은 커질 수 있다는 점에 주목할 필요가 있다.

도표 1. 서부T&D 실적 전망 (K-IFRS 연결)

(단위: 십억원)

	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	2024년	1Q25	2Q25	3Q25F	4Q25F	2025년
매출	41	47	47	53	187	46	55	55	60	215
호텔	29	35	35	40	139	34	43	44	47	168
쇼핑몰	9	9	9	10	36	9	9	9	10	37
기타	3	3	3	3	12	3	3	3	3	11
영업이익	11	9	12	16	48	13	11	17	19	60
호텔	6	7	9	11	33	9	13	13	15	50
쇼핑몰 외 기타	5	2	4	4	15	4	-1	3	4	10
세전이익	-1	-5	-2	64	57	-1	-4	2	61	59
순이익	-1	-5	-2	72	65	-1	-4	1	53	49
지배순이익	-3	-5	-3	45	34	-3	-6	0	35	26
영업이익률(%)	26.0	19.0	26.6	30.2	25.6	28.0	20.5	30.4	31.7	27.7
호텔	19.1	21.1	24.9	28.3	23.7	25.4	29.4	30.6	31.6	29.5
매출(YoY.%)	16.2	13.6	7.3	7.8	10.8	11.5	16.4	18.6	13.2	14.9
호텔	24.2	19.0	10.7	11.5	15.6	16.6	23.4	25.3	16.7	20.5
쇼핑몰	3.2	2.3	1.6	1.2	2.1	1.0	-1.2	-0.9	2.6	0.4
영업이익(YoY.%)	-85.2	-79.9	-88.1	-89.5	-9.6	20.0	25.6	35.4	18.7	-6.2
호텔	153.1	112.8	34.0	-6.9	-87.1	55.1	71.7	54.0	30.1	24.6
쇼핑몰 외 기타	1.6	59.6	-6.0	59.8	35.4	-18.5	-185.3	-8.1	-10.6	49.9
순이익(YoY.%)	적지	적지	적지	-54.1	-56.2	적지	적지	흑전	-26.8	-23.9
지배순이익(YoY.%)	적지	적지	적지	-54.1	-56.2	적지	적지	흑전	-22.3	-23.9

자료: 서부T&D, 하나증권

도표 2. 서부T&D 연간 실적 전망 및 Valuation (K-IFRS 연결)

(단위: 십억원)

	2023	2024	2025F	2026F	2027F
매출액	169	187	215	238	258
호텔	121	139	168	189	207
쇼핑몰	36	36	37	37	38
기타	13	12	11	12	13
영업이익	37	48	60	69	76
호텔	24	33	50	56	62
쇼핑몰	13	15	10	13	14
세전이익	177	57	59	67	73
순이익	147	65	49	57	62
지배순이익	138	34	26	30	33
적정시가총액	502	537	574	614	657
주식수(천주)	65,427	65,427	65,427	65,427	65,427
적정주가(원)	7,666	8,203	8,777	9,392	10,049
적정PER(배)	4	16	22	20	20
EPS(원)	2,114	525	399	465	502
매출 (YoY,%)	25.0	10.8	14.9	10.6	8.1
호텔	42.1	15.6	20.5	12.6	9.5
쇼핑몰	1.1	2.1	0.4	2.0	2.0
영업이익 (YoY,%)	94.0	28.9	24.6	15.9	9.5
순이익 (YoY,%)	480.2	-56.2	-23.9	16.4	8.3
영업이익률	22.0	25.6	27.7	29.1	29.5
세전이익률	104.5	30.5	27.2	28.3	28.4
순이익률	87.2	34.5	22.8	24.0	24.1

자료: 서부T&D, 하나증권

추정 재무제표

손익계산서

(단위:십억원)

	2021	2022	2023	2024	2025
매출액	90	129	162	177	0
매출원가	67	88	98	104	0
매출총이익	23	41	64	73	0
판매비	23	30	36	38	0
영업이익	(0)	10	28	35	0
금융손익	(25)	(21)	(27)	(27)	0
종속/관계기업손익	0	0	0	0	0
기타영업외손익	32	30	144	32	0
세전이익	7	20	145	40	0
법인세	(3)	5	34	(9)	0
계속사업이익	10	15	111	49	0
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	10	15	111	49	0
비배주주지분 손익	0	0	0	0	0
지배주주순이익	10	15	111	49	0
지배주주지분포괄이익	(10)	15	154	145	0
NOPAT	(0)	8	21	43	0
EBITDA	16	33	50	59	0
성장성(%)					
매출액증가율	7.1	43.3	25.6	9.3	(100.0)
NOPAT증가율	흑전	N/A	162.5	104.8	(100.0)
EBITDA증가율	23.1	106.3	51.5	18.0	(100.0)
영업이익증가율	흑전	N/A	180.0	25.0	(100.0)
(지배주주)순이익증가율	흑전	50.0	640.0	(55.9)	(100.0)
EPS증가율	흑전	48.3	654.6	(55.4)	(100.0)
수익성(%)					
매출총이익률	25.6	31.8	39.5	41.2	N/A
EBITDA이익률	17.8	25.6	30.9	33.3	N/A
영업이익률	0.0	7.8	17.3	19.8	N/A
계속사업이익률	11.1	11.6	68.5	27.7	N/A

투자지표

	2021	2022	2023	2024	2025
주당지표(원)					
EPS	147	218	1,645	733	0
BPS	9,674	9,850	12,087	14,343	0
CFPS	266	532	740	914	0
EBITDAPS	243	494	747	876	0
SPS	1,337	1,913	2,398	2,647	0
DPS	50	50	50	100	0
주가지표(배)					
PER	54.5	32.4	4.4	7.4	0.0
PBR	0.8	0.7	0.6	0.4	0.0
PCFR	30.1	13.3	9.7	5.9	0.0
EV/EBITDA	66.9	32.2	20.8	16.7	0.0
PSR	6.0	3.7	3.0	2.0	0.0
재무비율(%)					
ROE	1.6	2.3	14.0	5.2	0.0
ROA	0.6	0.8	5.7	2.3	0.0
ROIC	(0.1)	1.3	3.9	7.2	0.0
부채비율	175.7	168.3	144.1	124.4	0.0
순부채비율	89.6	93.7	76.6	66.1	0.0
이자보상배율(배)	(0.0)	0.3	0.7	0.9	0.0

자료: 하나증권

대차대조표

(단위:십억원)

	2021	2022	2023	2024	2025
유동자산	167	102	103	83	0
금융자산	159	87	90	71	0
현금성자산	17	20	25	56	0
매출채권	6	8	9	8	0
재고자산	1	1	1	1	0
기타유동자산	1	6	3	3	0
비유동자산	1,582	1,633	1,831	2,014	0
투자자산	166	213	213	236	0
금융자산	26	73	73	91	0
유형자산	647	637	599	735	0
무형자산	1	0	0	0	0
기타비유동자산	768	783	1,019	1,043	0
자산총계	1,750	1,735	1,934	2,097	0
유동부채	318	608	359	445	0
금융부채	192	482	232	242	0
매입채무	2	4	3	3	0
기타유동부채	124	122	124	200	0
비유동부채	797	480	783	717	0
금융부채	536	211	466	446	0
기타비유동부채	261	269	317	271	0
부채총계	1,115	1,088	1,142	1,162	0
지배주주지분	635	647	792	934	0
자본금	30	30	31	34	0
자본잉여금	136	136	136	71	0
자본조정	(18)	(18)	(23)	(11)	0
기타포괄이익누계액	73	73	116	213	0
이익잉여금	414	425	532	629	0
비지배주주지분	0	0	0	0	0
자본총계	635	647	792	934	0
순금융부채	569	606	607	617	0

현금흐름표

(단위:십억원)

	2021	2022	2023	2024	2025
영업활동 현금흐름	3	30	49	59	0
당기순이익	10	15	111	49	0
조정	6	18	(60)	12	0
감가상각비	17	23	23	23	0
외환거래손익	0	0	0	0	0
지분법손익	0	0	0	0	0
기타	(11)	(5)	(83)	(11)	0
영업활동 자산부채변동	(13)	(3)	(2)	(2)	0
투자활동 현금흐름	138	30	3	26	0
투자자산감소(증가)	32	(17)	146	7	236
자본증가(감소)	150	(7)	(11)	(3)	0
기타	(44)	54	(132)	22	(236)
재무활동 현금흐름	(134)	(56)	(47)	(54)	0
금융부채증가(감소)	(63)	(68)	(36)	(53)	(688)
자본증가(감소)	(0)	(0)	(2)	(62)	(104)
기타재무활동	(68)	15	(6)	64	792
배당지급	(3)	(3)	(3)	(3)	0
현금의 증감	7	4	4	31	0
Unlevered CFO	18	36	50	61	0
Free Cash Flow	(2)	22	38	56	0

2025년 9월 3일 | 기업분석_Report

BUY (유지)

목표주가(12M) 25,000원
현재주가(9.2) 19,470원

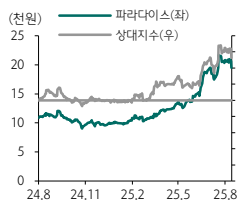
Key Data

KOSPI 지수 (pt)	3,172.35
52주 최고/최저(원)	21,650/9,020
시가총액(십억원)	1,794.6
시가총액비중(%)	0.07
발행주식수(천주)	92,174.7
60일 평균 거래량(천주)	976.6
60일 평균 거래대금(십억원)	18.1
외국인지분율(%)	11.62
주요주주 지분율(%)	
파라다이스글로벌 외 6 인	45.37

Consensus Data

	2025	2026
매출액(십억원)	1,176.0	1,281.9
영업이익(십억원)	180.5	207.2
순이익(십억원)	123.8	139.0
EPS(원)	964	1,096
BPS(원)	18,691	19,674

Stock Price



Financial Data (십억원, %, 배, 원)

투자지표	2023	2024	2025F	2026F
매출액	994.2	1,072.1	1,160.5	1,232.6
영업이익	145.8	136.1	187.6	203.7
세전이익	91.5	100.8	156.5	173.0
순이익	62.6	75.6	95.8	110.7
EPS	683	823	1,043	1,206
종가율	144.80	20.50	26.73	15.63
PER	19.50	11.66	19.80	17.12
PBR	0.85	0.53	1.09	1.04
EV/EBITDA	9.26	8.21	8.19	8.09
ROE	4.52	4.97	5.72	6.31
BPS	15,585	18,092	18,940	19,828
DPS	100	150	150	170



Analyst 이기훈 sacredkh@hanafn.com
RA 김현수 hyunsookim@hanafn.com

파라다이스 (034230)

사상 최대 실적에 더해질 가파른 성장 모멘텀 대기 중

중국인 VIP까지 추가 개선된다면?

파라다이스는 2개 분기 연속 실적 서프라이즈를 기록했으며, 9월 말부터 내년 6월까지 한시적인 중국 단체관광 무비자 정책이 시행될 것이다. 무비자 단체 관광이 카지노 드랍액 상승을 의미하는 것은 아니나, 여행 편의성이 높아지면 중장기적으로 한국과 중국 노선이 확대될 수 밖에 없고 이는 곧 공급이 수요를 창출하는 형태로 이어질 것이다. 이미 사상 최대 실적에 더해 중국 VIP 확대 모멘텀이 나타날 수 있으며, 인천 하얏트 웨스트 타워 인수 성공 시 연간 영업이익은 1,000억원 내외 추가 증익도 가능할 것이다. 조정시마다 매수를 추천하며 롯데관광개발과 함께 최선호주로 제시한다.

중국 VIP 드랍액 비중은 20% 내외에 불과

중국인 VIP가 매우 가파르게 성장했던 2013~2015년에는 VIP 내 중국 비중이 60%~70%까지 매우 높았다. 다만, 이후 반 부패 정책과 현지 마케터 체포 등의 악재가 이어지며, 상반기 기준 해당 비중은 20% 내외까지 낮아졌다. 드랍액 기준으로 보더라도 2014년 중국 VIP 연간 드랍액은 3.4조원이었으나 2024년은 1.2조원 수준이다. 일본과 기타 VIP 성장 만으로도 사상 최대 실적을 달성하고 있으나 중국 VIP 회복까지 나타난다면 매우 가파른 성장이 나타날 수도 있다.

인천하얏트 웨스트 타워 인수 시 영업이익 50% 이상 증가 전망

롯데관광개발이 제주드림타워의 1,600 객실을 기반으로 카지노 영업에 활용되는 비중이 50%에 근접하면서 월 카지노 매출 400억원대를 2달 연속 기록했으며, 씨티와 유사한 수준까지 상승했다. 씨티의 높은 접근성에도 불구하고 카지노 영업에 활용되는 비중이 30% 내외로 낮기 때문이며, 이 비중을 높이거나 혹은 추가적인 캐파 확장이 필요하다. 언론을 통해 인천 하얏트의 웨스트 타워(약 500객실) 인수 가능성이 알려졌다는데, 인수 확정 시 내수 고객은 하얏트로 모객하고 외국인 VIP를 추가 영업하면서 가파른 성장 모멘텀이 나타날 수 있다. 호텔 리노베이션과 리조트까지 통로 연결 등을 감안하면 실질적인 영업은 빨라도 내년 하반기쯤으로 예상되는데, 기대 효과는 씨티의 700객실 중 카지노 영업에 활용되는 비중이 각각 20%/30% 상향된다고 가정할 때 카지노 매출액은 각각 1,800억원/2,700억원 상승할 수 있다. 공헌 이익률을 50%로 감안하면 영업이익 증가는 각각 900억원/1,350억원이고, 2025년 대비 최소 50% 이상 증익하는 것이다. 연초 회사가 발표한 경영목표에 2027년 영업이익을 약 3,000억원으로 제시했는데, 하얏트 호텔 인수가 확정되면 매우 가시성이 높은 목표라고 판단한다.

도표 1. 인천 파라다이스 시티 객실 활용도 증가 시 카지노 매출 성장 시나리오

전체 객실 수	카지노 영업에 활용되는 비중	활용되는 객실 수	인당 드랍액 (추정)	홀드올 (추정)	연간 카지노 매출 증분
700실	20%	140	3,200만원	11%	1,800억원
	30%	210			2,700억원

자료: 파라다이스, 하나증권

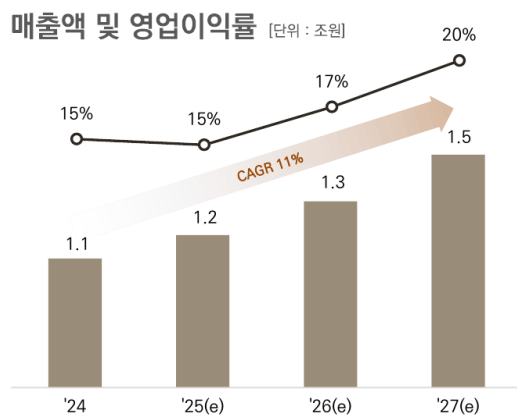
도표 2. 파라다이스 실적 추정

(단위: 십억원)

	23	24	25F	26F	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25F	4Q25F
드랍액	6,173	6,868	7,207	7,658	1,730	1,704	1,773	1,662	1,694	1,835	1,817	1,860
홀드올	11.3%	11.2%	11.8%	11.7%	11.1%	11.9%	10.2%	11.5%	12.4%	11.9%	11.6%	11.3%
매출액	994	1,072	1,161	1,233	265	273	268	266	283	284	294	299
카지노	415	403	428	444	102	112	84	104	116	101	105	107
호텔	114	112	111	112	26	28	30	29	24	28	30	29
기타	16	18	19	20	4	2	8	4	4	4	8	4
복합리조트	449	539	602	656	132	131	147	129	139	152	151	159
영업이익	146	136	188	204	48	32	36	19	57	43	53	35
OPM	15%	13%	16%	17%	18%	12%	13%	7%	20%	15%	18%	12%
당기순이익	80	111	133	138	37	18	20	36	43	32	34	24
지배주주순이익	66	76	96	111	26	15	10	25	31	21	27	17

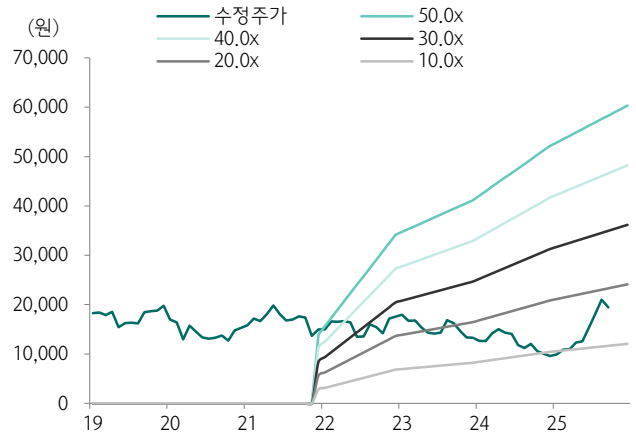
자료: 파라다이스, 하나증권

도표 3. 파라다이스 경영목표



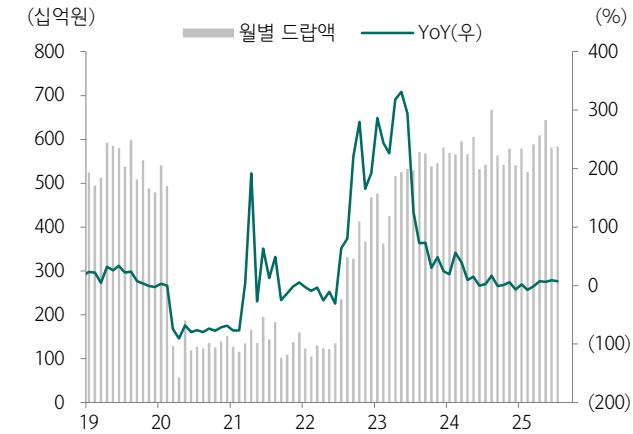
자료: 파라다이스, 하나증권

도표 4. 파라다이스 12MF P/E 차트



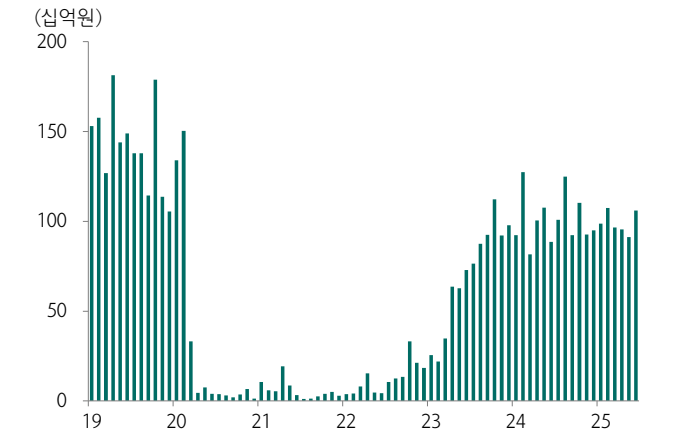
자료: 하나증권

도표 5. 파라다이스 월별 드랍액: 7월 5,839억원(YoY +8%)



자료: 파라다이스, 하나증권

도표 6. 파라다이스 7월 중국인 VIP 드랍액 (19년 동월 대비 76%)



자료: 파라다이스, 하나증권

도표 7. 2024년 주요 호텔 거래 사례

매도자	호텔명	객실 수 (실)	매각가	매수자	객실당 추정 매각가 (억원)
브룩필드 JV CIC	콘래드 서울 (5성)	434	4,030 억원	ARA AMC JV SM JV M&G	9
미래인 JV 호주건설	호텔 프리마 서울 (4성)	120	4,640 억원	신세계	39
롯데호텔	L7 호텔 강남타워 (4성)	333	3,300 억원	롯데리츠	10
하나대체투자자산운용	티마크 그랜드 호텔 (4성)	576	2,280 억원	그래비티 AMC JV	4
이지스자산운용	신라스테이 광화문 (4성)	320	1,490 억원	신한 리츠운용	5
캡스톤	나인트리 호텔 명동 (4성)	144	750 억원	SD 바이오센서	5
한승투자개발	더 스테이트 선유 호텔 (4성)	157	470 억원	LB AMC OBO KKR JC	3

자료: 언론, 하나증권

추정 재무제표

손익계산서	(단위:십억원)				
	2023	2024	2025F	2026F	2027F
매출액	994.2	1,072.1	1,160.5	1,232.6	1,300.1
매출원가	760.2	834.0	870.4	919.3	965.7
매출총이익	234.0	238.1	290.1	313.3	334.4
판매비	88.2	102.0	102.5	109.6	115.8
영업이익	145.8	136.1	187.6	203.7	218.6
금융손익	(41.7)	(48.5)	(44.4)	(47.3)	(51.2)
종속/관계기업손익	0.0	0.0	0.0	0.0	(0.0)
기타영업외손익	(12.6)	13.3	13.3	16.6	20.1
세전이익	91.5	100.8	156.5	173.0	187.5
법인세	11.3	(9.9)	23.5	34.6	37.5
계속사업이익	80.2	110.7	133.0	138.4	150.0
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	80.2	110.7	133.0	138.4	150.0
비배주주지분 순이익	17.6	35.1	42.2	43.9	47.6
지배주주순이익	62.6	75.6	95.8	110.7	120.0
지배주주지분포괄이익	35.3	238.7	106.4	110.8	120.0
NOPAT	127.7	149.4	159.4	163.0	174.8
EBITDA	228.8	214.2	260.5	271.9	282.4
성장성(%)					
매출액증가율	69.20	7.84	8.25	6.21	5.48
NOPAT증가율	2,221.82	16.99	6.69	2.26	7.24
EBITDA증가율	117.49	(6.38)	21.62	4.38	3.86
영업이익증가율	1,301.92	(6.65)	37.84	8.58	7.31
(지배주주)순이익증가율	147.43	20.77	26.72	15.55	8.40
EPS증가율	144.80	20.50	26.73	15.63	8.37
수익성(%)					
매출총이익률	23.54	22.21	25.00	25.42	25.72
EBITDA이익률	23.01	19.98	22.45	22.06	21.72
영업이익률	14.67	12.69	16.17	16.53	16.81
계속사업이익률	8.07	10.33	11.46	11.23	11.54

투자지표	2023	2024	2025F	2026F	2027F
주당지표(원)					
EPS	683	823	1,043	1,206	1,307
BPS	15,585	18,092	18,940	19,828	20,783
CFPS	2,752	2,684	2,983	3,143	3,295
EBITDAPS	2,496	2,334	2,839	2,963	3,077
SPS	10,848	11,683	12,646	13,431	14,167
DPS	100	150	150	170	180
주가지표(배)					
PER	19.50	11.66	19.80	17.12	15.80
PBR	0.85	0.53	1.09	1.04	0.99
PCFR	4.84	3.58	6.92	6.57	6.27
EV/EBITDA	9.26	8.21	8.19	8.09	7.19
PSR	1.23	0.82	1.63	1.54	1.46
재무비율(%)					
ROE	4.52	4.97	5.72	6.31	6.52
ROA	1.75	2.00	2.30	2.40	2.45
ROIC	5.21	5.98	5.85	5.60	5.91
부채비율	102.65	89.56	100.59	107.67	102.66
순부채비율	28.87	21.08	22.85	22.53	12.46
이자보상배율(배)	2.07	1.87	2.83	2.90	2.90

자료: 하나증권

대차대조표	(단위:십억원)				
	2023	2024	2025F	2026F	2027F
유동자산	862.8	864.0	1,104.2	1,336.4	1,556.5
금융자산	811.8	813.4	1,049.5	1,278.2	1,495.1
현금성자산	688.9	577.7	794.8	923.5	1,290.4
매출채권	26.6	25.2	27.3	29.0	30.6
재고자산	7.7	7.6	8.2	8.7	9.2
기타유동자산	16.7	17.8	19.2	20.5	21.6
비유동자산	2,755.5	3,069.8	3,299.2	3,482.8	3,420.7
투자자산	35.0	53.7	56.0	57.9	59.7
금융자산	35.0	53.7	56.0	57.9	59.7
유형자산	2,236.4	2,509.9	2,740.0	2,924.3	2,862.4
무형자산	165.1	162.5	159.5	157.0	155.0
기타비유동자산	319.0	343.7	343.7	343.6	343.6
자산총계	3,618.3	3,933.8	4,403.4	4,819.2	4,977.2
유동부채	690.7	668.2	692.8	712.8	716.5
금융부채	409.5	363.3	363.5	363.6	363.7
매입채무	4.5	4.5	4.9	5.2	5.5
기타유동부채	276.7	300.4	324.4	344.0	347.3
비유동부채	1,142.1	1,190.4	1,515.4	1,785.7	1,804.8
금융부채	917.7	887.5	1,187.5	1,437.5	1,437.5
기타비유동부채	224.4	302.9	327.9	348.2	367.3
부채총계	1,832.8	1,858.6	2,208.1	2,498.6	2,521.3
지배주주지분	1,405.6	1,635.7	1,713.5	1,795.1	1,882.7
자본금	47.4	47.4	47.4	47.4	47.4
자본잉여금	335.8	336.0	336.0	336.0	336.0
자본조정	(24.6)	(24.6)	(24.6)	(24.6)	(24.6)
기타포괄이익누계액	475.1	648.1	648.1	648.1	648.1
이익잉여금	571.8	628.8	706.6	788.1	875.8
비지배주주지분	379.9	439.5	481.7	525.6	573.2
자본총계	1,785.5	2,075.2	2,195.2	2,320.7	2,455.9
순금융부채	515.4	437.5	501.6	522.9	306.1

현금흐름표	(단위:십억원)				
	2023	2024	2025F	2026F	2027F
영업활동 현금흐름	287.6	195.9	252.9	244.9	234.5
당기순이익	80.2	110.7	133.0	138.4	150.0
조정	134.5	84.8	72.9	68.2	63.8
감가상각비	83.0	78.1	73.0	68.2	63.8
외환거래손익	(4.0)	7.9	0.0	0.0	0.0
지분법손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타	55.5	(1.2)	(0.1)	0.0	0.0
영업활동 자산부채변동	72.9	0.4	47.0	38.3	20.7
투자활동 현금흐름	(26.1)	(186.1)	(321.3)	(351.9)	148.2
투자자산감소(증가)	381.6	363.5	(2.3)	(1.9)	(1.8)
자본증가(감소)	(62.1)	(49.8)	(300.0)	(250.0)	0.0
기타	(345.6)	(499.8)	(19.0)	(100.0)	150.0
재무활동 현금흐름	(71.2)	(84.8)	287.2	237.2	(14.6)
금융부채증가(감소)	(79.1)	(76.4)	300.1	250.1	0.1
자본증가(감소)	7.9	0.2	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	(0.0)	0.0	0.1	0.1	0.0
배당지급	0.0	(8.6)	(13.0)	(13.0)	(14.7)
현금의 증감	190.3	(75.0)	193.7	128.8	366.8
Unlevered CFO	252.2	246.3	273.8	288.4	302.4
Free Cash Flow	225.5	146.2	(47.1)	(5.1)	234.5

2025년 9월 3일 | 기업분석_Report

롯데관광개발 (032350)

사상 최대 실적 지표 지속

BUY (유지)

목표주가(12M) 23,000원
현재주가(9.02) 15,260원

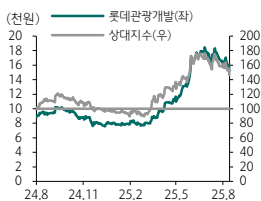
Key Data

KOSPI 지수 (pt)	3,172.35
52주 최고/최저(원)	18,440/7,560
시가총액(십억원)	1,213.8
시가총액비중(%)	0.05
발행주식수(천주)	79,539.5
60일 평균 거래량(천주)	818.9
60일 평균 거래대금(십억원)	13.7
외국인지분율(%)	13.96
주요주주 지분율(%)	
김기병 외 4인	35.77
국민연금공단	6.76

Consensus Data

	2025	2026
매출액(십억원)	616.2	703.3
영업이익(십억원)	109.1	148.2
순이익(십억원)	(16.7)	37.7
EPS(원)	(213)	471
BPS(원)	3,413	3,994

Stock Price



Financial Data

투자지표	2023	2024	2025F	2026F
매출액	313.5	471.5	606.4	697.9
영업이익	(60.6)	39.0	119.0	156.5
세전이익	(213.4)	(122.5)	(18.9)	18.2
순이익	(202.2)	(116.6)	(18.9)	18.2
EPS	(2,721)	(1,531)	(248)	238
증감률	적지	적지	적지	흑전
PER	(3.45)	(5.00)	(64.60)	67.31
PBR	10.27	1.84	4.17	3.93
EV/EBITDA	76.43	14.78	10.18	8.01
ROE	(132.87)	(60.42)	(6.20)	6.02
BPS	913	4,156	3,838	4,076
DPS	0	0	0	0



Analyst 이기훈 sacredkh@hanafn.com

RA 김현수 hyunsookim@hanafn.com

4분기부터 가파른 재차 가파른 상승 흐름 이어질 것

8월에도 방문객 수, 드랍액이 모두 사상 최대를 지속했으나, 7월 대비 홀드율이 0.5%p 하락하면서 매출은 7월과 유사한 수준을 기록했다. 10월 황금연휴에 다시 한 번 역대 최대를 달성할 것으로 기대되는데, 추정으로는 10월 콤프 비중은 1,600객실 중 1,000실 이상도 가할 수 있을 것이다. 단기적으로 전환사채 전환에 따른 대규모 오버행은 해소하고 있으나, 4분기에는 사상 최대 실적에 더한 오버행 해소로 재차 상승 흐름이 이어질 것이다. 파라다이스와 함께 레저 내 동반 최신후주로 지속 제시한다.

콤프 비중 상승으로 가파른 수익화

제주드림타워의 객실은 약 1,600개로 이 중 카지노 영업(콤프)에 활용되는 객실 수 비중이 1분기 약 30%, 2분기 약 40%, 그리고 7월에는 약 50%까지 가파르게 상승하고 있다. 이에 연동하여 방문객 수, 드랍액, 매출액이 모두 가파르게 상승하고 있다. 1월 드랍액은 1,378억원이었으나 8월에는 2,811억원(+49% YoY)으로 1월 대비로도 2배 이상 상승한 역대 최대를 기록했다. 더 중요한 점은 이런 가파른 상승에도 불구하고 8월에 인당 드랍액이 약 490만원으로 올해 기준 최대를 기록했다는 점이다. 고객의 Mix도 상승하고 있는 점에서 긍정적이다. 중장기적으로는 콤프 비중이 70% 내외까지 상승할 것으로 예상되는데, 60%까지만 상승해도 월 카지노 매출 500억원에 근접할 것이다.

대규모 오버행 이슈 해소의 마무리 구간

6월 이후 벌써 300만주 이상의 전환사채가 전환되었으며, 이를 해소하는 과정에서 기간 조정이 이어지고 있다. 이미 이것만으로도 이자 비용을 유의미하게 낮춘 상황인데, 9월 만기 되는 710억원의 해외전환사채의 해결이 단기 중요 모멘텀이 될 것이다. 이자율 15%와 만기보장수익 5%로 연간으로 20%에 달하는 금융비용이 발생하면서 순이익에 부담을 주고 있는데, 당사의 추정은 추가 차입을 통해 이를 갚는다는 것이다. 현재의 낮은 금리를 감안할 때 80억원 내외의 연간 이자 비용 감소가 추가로 나타날 가능성이 높다. 이미 2분기에 원화 강세 영향으로 당기순이익이 흑자 전환 했는데, 해외전환사채까지 해결한다면 2026년에는 드디어 연간 순이익 흑자 전환이 가능할 것이다.

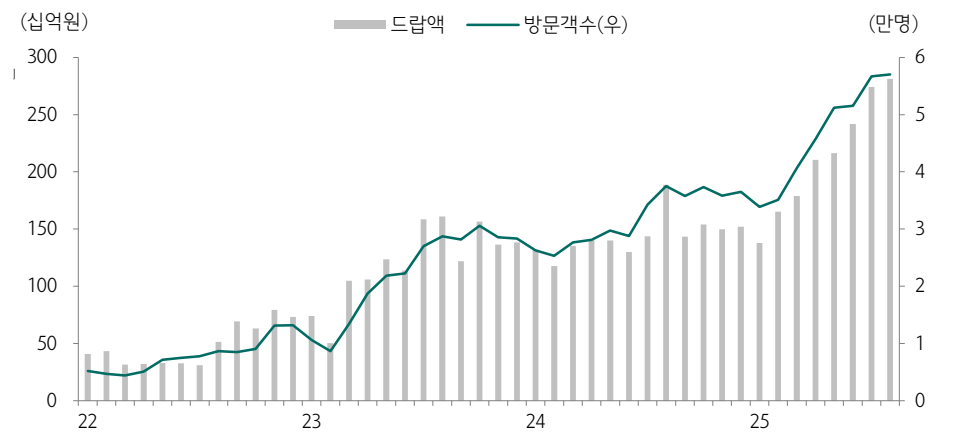
도표 1. 롯데관광개발 실적 추정

(단위: 십억원)

	23	24	25F	26F	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25F	4Q25F
드랍액	1,445	1,726	2,591	3,087	385	410	476	456	482	669	752	689
홀드율	10.6%	17.1%	16.6%	16.6%	18.2%	16.2%	17.7%	16.2%	17.5%	16.5%	16.2%	16.4%
매출액	314	471	606	698	106	116	139	110	122	158	168	159
여행	61	84	91	94	18	25	27	15	22	24	21	24
호텔	93	86	79	86	17	23	26	19	14	22	22	21
카지노	152	295	429	512	70	66	84	74	85	110	122	113
기타	7	7	6	6	1	2	2	2	1	1	2	2
영업이익	(61)	39	119	156	9	6	22	2	13	33	40	33
OPM(%)	(19)	8	20	22	8	5	16	2	11	21	24	21
당기순이익	(202)	(117)	(19)	18	(38)	(3)	(29)	(47)	(24)	6	2	(2)

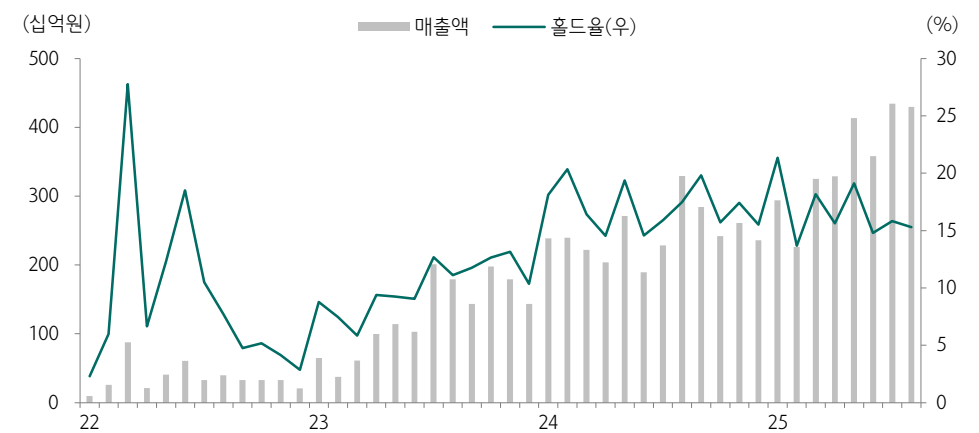
자료: 롯데관광개발, 하나증권

도표 2. 롯데관광개발 월별 카지노 드랍액 및 방문객 수 추이



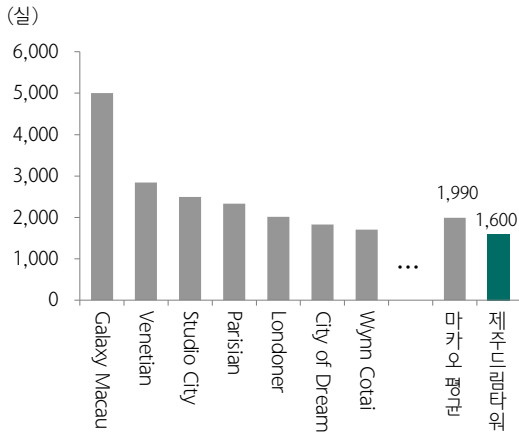
자료: 롯데관광개발, 하나증권

도표 3. 롯데관광개발 월별 카지노 매출액 및 홀드율 추이



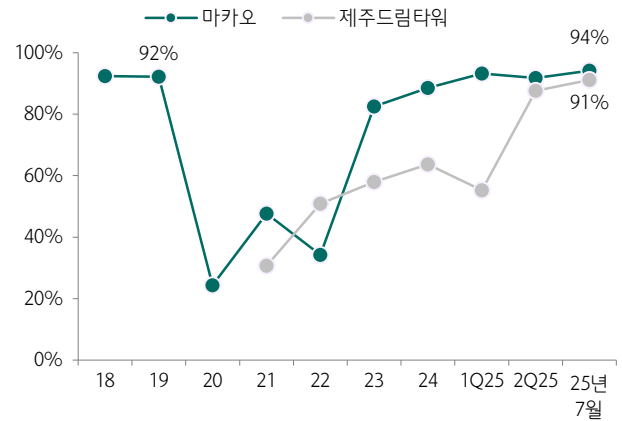
자료: 롯데관광개발, 하나증권

도표 4. 마카오&제주드림타워 판매 가능 객실 수 비교 (2024)



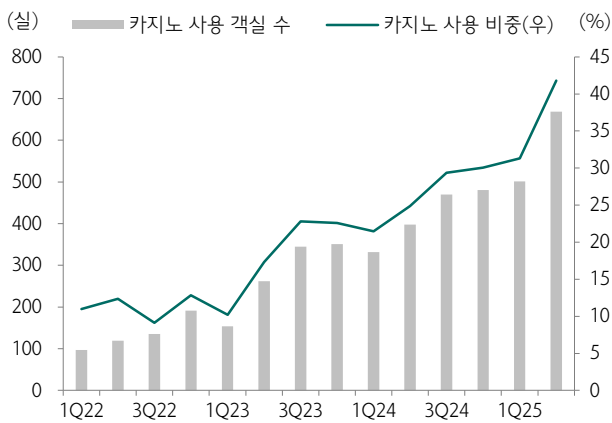
자료: 롯데관광개발, 하나증권

도표 5. 마카오&제주드림타워 OCC 추이



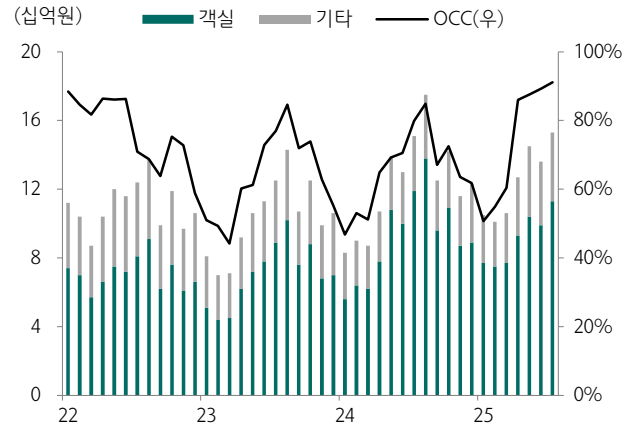
자료: 롯데관광개발, 하나증권

도표 6. 제주드림타워 카지노 사용 객실 수 및 비중



자료: 롯데관광개발, 하나증권

도표 7. 그랜드 하얏트 제주 월별 매출 및 OCC 추이



자료: 롯데관광개발, 하나증권

추정 재무제표

손익계산서

(단위:십억원)

	2023	2024	2025F	2026F	2027F
매출액	313.5	471.5	606.4	697.9	765.7
매출원가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
매출총이익	313.5	471.5	606.4	697.9	765.7
판매비	374.2	432.5	487.4	541.4	576.2
영업이익	(60.6)	39.0	119.0	156.5	189.6
금융손익	(118.2)	(158.9)	(134.4)	(136.1)	(123.1)
종속/관계기업손익	0.6	1.6	0.8	0.8	0.8
기타영업외손익	(35.2)	(4.2)	(4.3)	(3.0)	(2.0)
세전이익	(213.4)	(122.5)	(18.9)	18.2	65.3
법인세	(11.1)	(5.9)	0.0	0.0	0.0
계속사업이익	(202.3)	(116.6)	(18.9)	18.2	65.3
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	(202.3)	(116.6)	(18.9)	18.2	65.3
비배주주지분 손이익	(0.1)	0.0	0.0	(0.0)	(0.0)
지배주주순이익	(202.2)	(116.6)	(18.9)	18.2	65.3
지배주주지분포괄이익	(210.6)	243.3	(22.9)	18.2	65.1
NOPAT	(57.5)	37.1	119.0	156.5	189.6
EBITDA	26.1	124.0	204.2	234.3	261.0
성장성(%)					
매출액증가율	70.66	50.40	28.61	15.09	9.71
NOPAT증가율	적지	흑전	220.75	31.51	21.15
EBITDA증가율	흑전	375.10	64.68	14.74	11.40
영업이익증가율	적지	흑전	205.13	31.51	21.15
(지배주주)순이익증가율	적지	적지	적지	흑전	258.79
EPS증가율	적지	적지	적지	흑전	258.82
수익성(%)					
매출총이익률	100.00	100.00	100.00	100.00	100.00
EBITDA이익률	8.33	26.30	33.67	33.57	34.09
영업이익률	(19.33)	8.27	19.62	22.42	24.76
계속사업이익률	(64.53)	(24.73)	(3.12)	2.61	8.53

투자지표

	2023	2024	2025F	2026F	2027F
주당지표(원)					
EPS	(2,721)	(1,531)	(248)	238	854
BPS	913	4,156	3,838	4,076	4,930
CFPS	438	1,746	2,754	3,045	3,557
EBITDAPS	351	1,629	2,672	3,061	3,409
SPS	4,220	6,193	7,936	9,116	10,003
DPS	0	0	0	0	0
주가지표(배)					
PER	(3.45)	(5.00)	(64.60)	67.31	18.76
PBR	10.27	1.84	4.17	3.93	3.25
PCFR	21.42	4.38	5.82	5.26	4.50
EV/EBITDA	76.43	14.78	10.18	8.01	6.38
PSR	2.22	1.24	2.02	1.76	1.60
재무비율(%)					
ROE	(132.87)	(60.42)	(6.20)	6.02	18.96
ROA	(11.34)	(5.93)	(0.83)	0.73	2.48
ROIC	(3.68)	2.24	6.93	10.02	13.11
부채비율	2,590.85	592.08	731.34	729.15	626.96
순부채비율	1,967.06	400.41	338.27	253.35	151.82
아자보상배율(배)	(0.53)	0.26	0.85	1.20	1.58

자료: 하나증권

대차대조표

(단위:십억원)

	2023	2024	2025F	2026F	2027F
유동자산	80.9	114.4	439.7	660.9	891.1
금융자산	58.8	88.9	403.0	618.8	844.9
현금성자산	33.6	44.3	338.5	544.5	763.4
매출채권	4.6	2.8	4.1	4.7	5.2
재고자산	4.1	6.3	9.1	10.5	11.5
기타유동자산	13.4	16.4	23.5	26.9	29.5
비유동자산	1,683.2	2,052.3	1,971.9	1,895.6	1,825.5
투자자산	20.6	20.4	24.1	25.8	27.0
금융자산	16.3	14.4	15.4	15.7	16.0
유형자산	1,289.4	1,690.3	1,612.9	1,536.0	1,465.2
무형자산	47.2	46.4	44.9	43.9	43.4
기타비유동자산	326.0	295.2	290.0	289.9	289.9
자산총계	1,764.1	2,166.6	2,411.6	2,556.5	2,716.5
유동부채	1,208.7	609.7	749.4	828.2	887.4
금융부채	1,006.7	318.0	329.4	345.0	357.3
매입채무	7.0	8.7	12.7	14.6	16.0
기타유동부채	195.0	283.0	407.3	468.6	514.1
비유동부채	489.8	1,243.9	1,372.1	1,420.0	1,455.5
금융부채	341.7	1,024.5	1,054.9	1,054.9	1,054.9
기타비유동부채	148.1	219.4	317.2	365.1	400.6
부채총계	1,698.6	1,853.6	2,121.5	2,248.2	2,342.8
지배주주지분	69.2	316.7	293.8	312.0	377.4
자본금	37.9	38.1	38.1	38.1	38.1
자본잉여금	643.8	647.7	647.7	647.7	647.7
자본조정	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타포괄이익누계액	360.5	721.9	722.2	722.2	722.2
이익잉여금	(973.0)	(1,091.1)	(1,114.2)	(1,096.0)	(1,030.6)
비지배주주지분	(3.6)	(3.6)	(3.7)	(3.7)	(3.7)
자본총계	65.6	313.1	290.1	308.3	373.7
순금융부채	1,289.6	1,253.5	981.3	781.2	567.3

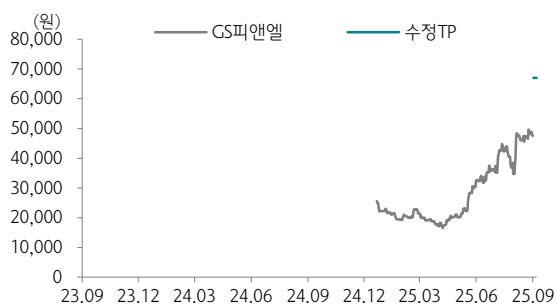
현금흐름표

(단위:십억원)

	2023	2024	2025F	2026F	2027F
영업활동 현금흐름	(13.1)	121.7	299.7	200.5	214.1
당기순이익	(202.3)	(116.6)	(18.9)	18.2	65.3
조정	149.8	150.7	97.9	77.9	71.4
감가상각비	86.7	85.0	85.2	77.9	71.4
외환거래손익	1.0	13.4	(0.3)	0.0	0.0
지분법손익	(0.6)	(1.6)	0.1	0.0	0.0
기타	62.7	53.9	12.9	0.0	0.0
영업활동 자산부채변동	39.4	87.6	220.7	104.4	77.4
투자활동 현금흐름	(19.6)	(28.1)	(24.8)	(11.4)	(8.4)
투자자산감소(증가)	2.4	(3.2)	(3.7)	(1.6)	(1.2)
자본증가(감소)	(9.1)	(7.3)	(1.4)	0.0	0.0
기타	(12.9)	(17.6)	(19.7)	(9.8)	(7.2)
재무활동 현금흐름	85.8	(1.5)	14.0	15.6	12.3
금융부채증가(감소)	41.2	(5.6)	41.8	15.6	12.3
자본증가(감소)	44.6	4.2	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	(0.0)	(0.1)	(27.8)	0.0	0.0
배당지급	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증감	53.2	92.1	294.6	206.0	218.8
Unlevered CFO	32.5	132.9	210.4	233.1	272.3
Free Cash Flow	(22.2)	114.3	298.3	200.5	214.1

투자 의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

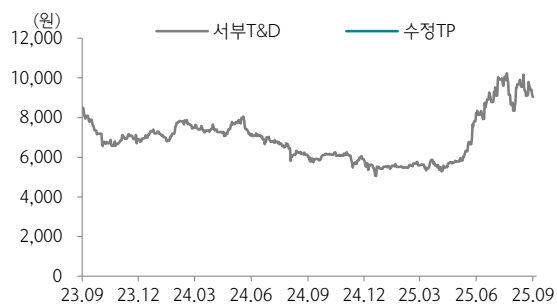
GS피앤엘



날짜	투자 의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
25.9.3	BUY	67,000		
25.8.29	Not Rated	-	-	-

투자 의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

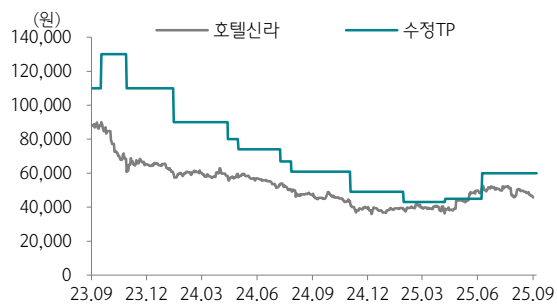
서부T&D



날짜	투자 의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
25.9.3	Not Rated	-		

투자 의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

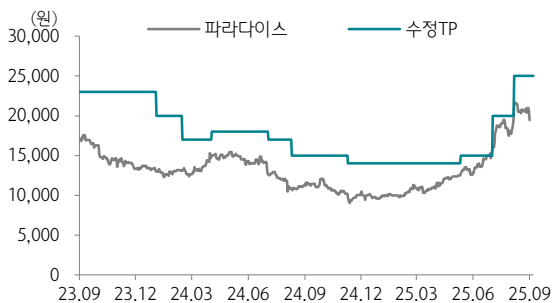
호텔신라



날짜	투자 의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
25.6.10	BUY	60,000		
25.4.10	BUY	45,000	-1.92%	11.78%
25.1.31	Neutral	43,000	-8.05%	-2.79%
24.11.4	Neutral	49,000	-20.80%	-16.22%
24.7.29	BUY	61,000	-23.97%	-17.38%
24.7.11	BUY	67,000	-22.85%	-19.55%
24.5.2	BUY	74,000	-24.40%	-19.46%
24.4.15	BUY	80,000	-28.16%	-25.50%
24.1.16	BUY	90,000	-33.88%	-30.11%
23.10.30	BUY	110,000	-40.95%	-37.45%

투자의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

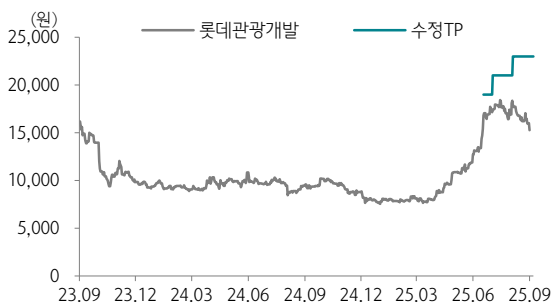
파라다이스



날짜	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
25.8.8	BUY	25,000		
25.7.4	BUY	20,000	-7.49%	-2.50%
25.5.13	BUY	15,000	-7.59%	3.73%
24.11.11	BUY	14,000	-24.51%	-10.79%
24.8.12	BUY	15,000	-27.10%	-19.53%
24.7.5	BUY	17,000	-29.08%	-23.71%
24.4.4	BUY	18,000	-19.43%	-14.39%
24.2.16	BUY	17,000	-21.04%	-9.94%
24.1.5	BUY	20,000	-35.74%	-33.45%
23.7.6	BUY	23,000	-35.30%	-21.70%

투자의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

롯데관광개발



날짜	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
25.8.6	BUY	23,000		
25.7.4	BUY	21,000	-16.28%	-12.19%
25.6.19	BUY	19,000	-10.35%	-6.63%
23.10.7	1년 경과	-	-	-
22.10.7	Not Rated	-	-	-

Compliance Notice

- 당사는 2025년 9월 3일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다
- 본 자료를 작성한 애널리스트(서연정)는 자료의 작성과 관련하여 외부의 압력이나 부당한 간섭을 받지 않았으며, 본인의 의견을 정확하게 반영하여 신의성실 하게 작성하였습니다.
- 본 자료는 기관투자자 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다
- 본자료를 작성한 애널리스트(서연정)는 2025년 9월 3일 현재 해당회사의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다

본 조사자료는 고객의 투자에 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 어떠한 경우에도 무단 복제 및 배포 될 수 없습니다. 또한 본 자료에 수록된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보로 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

투자등급 관련사항 및 투자의견 비율공시

- 투자의견의 유효기간은 추천일 이후 12개월을 기준으로 적용

기업의 분류

BUY(매수)_목표주가가 현재가 대비 15% 이상 상승 여력
Neutral(중립)_목표주가가 현재가 대비 -15%~15% 등락
Reduce(비중축소)_목표주가가 현재가 대비 15% 이상 하락 가능

산업의 분류

Overweight(비중확대)_업종지수가 현재지수 대비 15% 이상 상승 여력
Neutral(중립)_업종지수가 현재지수 대비 -15%~15% 등락
Underweight(비중축소)_업종지수가 현재지수 대비 -15%~15% 등락

투자등급	BUY(매수)	Neutral(중립)	Reduce(매도)	합계
금융투자상품의 비율	95.89%	4.11%	0.00%	100%

* 기준일: 2025년 08월 31일