

미래산업/미드스몰캡 인바운드는 최고치 경신, 아웃바운드는 상저하고

미래산업/미드스몰캡. 나승두
nsdoo@sks.co.kr / 3773-8891

미래산업/미드스몰캡: 인바운드는 최고치 경신, 아웃바운드는 상저하고

미래산업/미드스몰캡. 나승두 / nsdoo@sks.co.kr / 3773-8891

2026 년 상반기 여행/호텔/레저 산업의 핵심 포인트는 인바운드 관광객의 사상 최고치 경신이다. 4 월까지 외국인 입국자는 누적 701 만명으로 전년 동기 대비 +20.8% 증가했다. 특히 중국(+27.3%), 대만(+35.1%), 홍콩(+33.6%) 등 중화권 국가들의 회복이 두드러졌다. 3 월과 4 월 연속 월 200 만명을 넘기며 올해 연 2,000 만명 시대 진입은 사실상 확실해 보인다. 이에 따라 주요 도시 거점 호텔 객실 예약률은 80% 중후반대를 유지 중이다. 사실상 만실(滿室) 수준인 것이다. 반면 우리나라 국민이 해외를 찾는 아웃바운드 관광객의 경우 부진한 모습을 보였다. 4 월까지 누적으로 내국인 해외 출국은 +6.7%에 그쳤는데, 중동 전쟁발 불안 심리와 유가 상승, 5 월 항공 유류할증료 최고단계(33 단계) 진입으로 인한 소비 심리 위축 등의 영향이 미쳤다. 다만 일본(+21.9%), 중국(+23.6%) 등 유류할증료 부담이 낮은 단거리 여행 수요는 여전히 견조하다.

한 가지 눈 여겨 볼 점은 인바운드 관광객 증가가 카지노 실적으로 직결되지는 않았다는 점이다. 과거 단체 관광 코스에 포함되던 카지노 투어 대신 K 문화 체험 및 가성비 소비로 여행 성향이 바뀌면서 도심형 외국인 전용 카지노의 드롭액 상승은 기대에 못 미치고 있다. 이미 코로나 19 팬데믹 이전 수준까지 드롭액을 회복했으나, 중국 단체 관광 비자면제 효과는 제한적으로 나타나는 중이다. 반면 제주도는 여행 목적성이 분명하고 접근 편의성이 뛰어나다는 장점 덕분에 외국인 입도객 증가 추이가 카지노 매출 증가로 직접 연결되는 차별적 흐름이 나타났다.

결국 2026 년 하반기 핵심은 인바운드 관광객의 동향에 따라 달라질 것으로 판단된다. 특히 호텔의 경우 지난해까지 P 와 Q 의 동반 성장을 보였지만, 이제는 P 만 상승하는 변곡점에 진입했다. 가격 상승은 이익 레버리지를 키울 수 있지만 무리한 인상은 소비자의 가격 저항에 부딪힐 수 있다. 그리고 이익 증가율은 기업마다 다르게 나타나기에 주가도 차별적으로 움직일 가능성이 크다.

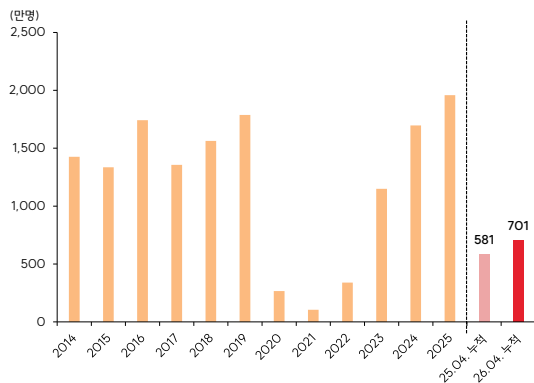
결론적으로 지난해 강세였던 호텔주들은 전고점 회복까지는 가능해 보이지만 이를 뛰어넘는 레벨업을 위해서는 추가적인 모멘텀이 필요하다. 또, 유가 하락에 따른 유류할증료 인하가 아웃바운드 관광 심리를 자극할지 여부도 하반기 주요 관전 포인트다.

2026년 상반기 Review

올해도 우리나라를 찾는 외국인의 발길은 계속되는 중이다. 4월까지 누적 외국인 입국자는 701 만명으로 사상 최고치를 경신했다. 작년 같은 기간 대비 20.8% 증가한 수치다. 국가별 입국자(출발지 기준) 추이를 살펴보면 확실히 중화권 국가에서의 우리나라 입국이 눈에 띈다. 중국은 누적 176 만명이 입국했는데, 이는 지난해 같은 기간 대비 27.3% 증가한 수치다. 대만은 35.1% 증가한 75 만명, 홍콩은 33.6% 증가한 36 만명을 기록했다. 일본도 145 만명으로 19.3% 증가했다. 3월과 4월 두 달 연속 월 200 만명 이상의 외국인이 우리나라를 찾으면서 드디어 올해 외국인 관광객 연 2,000 만명의 시대를 맞이할 것으로 예상된다. 직관적으로 호텔업에 대한 관심이 높아질 수밖에 없다. 실제로 우리나라 주요 도시 거점별 주요 호텔의 객실 예약률은 평균 80% 중후반 수준을 기록 중이다. 사실상 만실(滿室)이 계속되는 중이다.

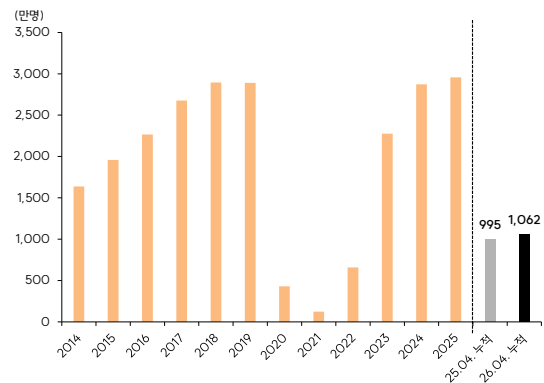
반면 우리나라 국민 해외 출국자 수 증가는 더딘 편이다. 올해 4월까지 누적 1,062 만명이 출국하면서 작년 같은 기간 대비 6.7% 증가했지만, 당초 예상에는 미치지 못하는 수준이다. 심지어 4월은 3월 229 만명 대비 -0.3% 감소한 228 만명이 출국하면서 중동 전쟁으로 인한 불안 심리 및 유가 상승 영향이 반영되는 듯 보였다. 심지어 5월부터 항공 유류할증료가 최고 단계(33 단계)에 접어들면서 해외 여행에 대한 소비 심리는 많이 위축된 것이 사실이다. 그럼에도 일본을 찾는 출국자는 4월 누적 381 만명으로 지난해 같은 기간 대비 21.9% 증가했고, 중국은 112 만명으로 23.6% 증가했다. 상대적 유류할증료 증가 부담이 낮은 단거리 여행 수요 증가는 여전히 기대해볼 수 있다는 해석이 가능하다.

외국인 입국자 추이



자료: 법무부, SK 증권

우리나라 국민 출국자 추이

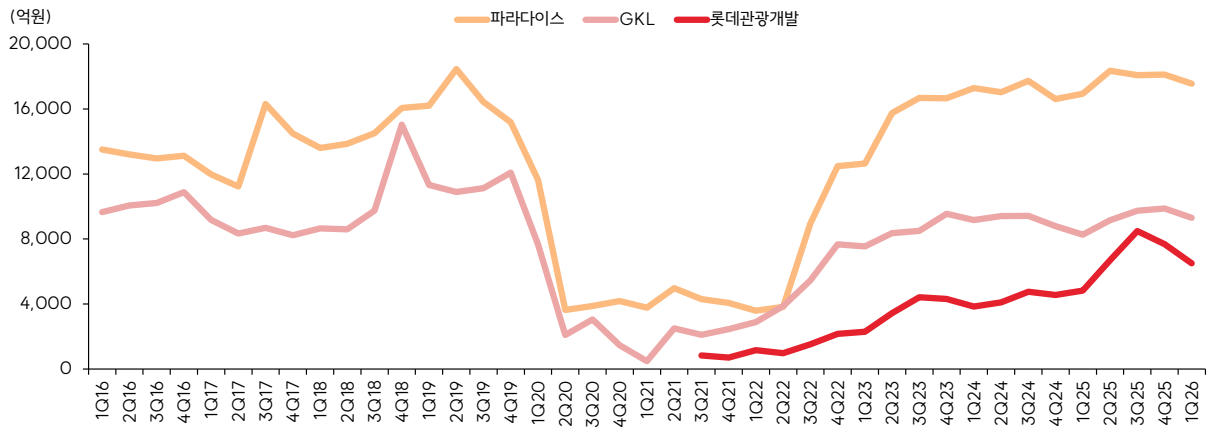


자료: 법무부, SK 증권

외국인 입국자 수는 사상 최고치를 기록 중이지만, 카지노 업체의 실적은 확연히 엇갈리는 모습이 나타났다. 과거 우리나라를 찾는 외국인 관광객, 특히 중화권 관광객의 경우 단체 여행 코스 중 카지노 투어를 포함하고 있는 경우가 많았는데 최근에는 K 문화 체험 및 가성비 소비에 초점이 맞춰지고 있기 때문이다. 실제로 도심형 외국인 전용 카지노를 운영하는 국내 기업들의 경우 코로나 19 팬데믹 이전 수준의 분기별 드롭액을 회복했지만, 중국인 단체 관광객 비자 면제 등의 효과가 크게 나타났다고 보기는 어렵다. 관광객들의 여행 성향이 확연히 달라진 것이다.

하지만 제주도는 조금 다른 양상이다. 제주도를 찾는 외국인 관광객은 특별 소비에 대한 목적성을 갖는 경우가 많고, 지리적 접근 편의성도 높다. 따라서 내륙 지역의 외국인 관광객 수 증가가 도심형 카지노 드롭액 증가로 직결된다 보기 어렵지만, 제주도는 외국인 입도객 수 증가가 카지노 드롭액 증가와 어느정도 비슷한 흐름을 보이고 있다. 실제로 올해 3 월까지 제주도를 찾은 외국인 입도객은 누적 48 만명으로 지난해 같은 기간 대비 27% 증가했는데, 롯데관광개발의 카지노 매출은 같은 기간 40% 증가하는 모습을 보였다. 같은 듯 다른 움직임이다.

국내 외국인 전용 카지노 3사 분기별 드롭액 추이



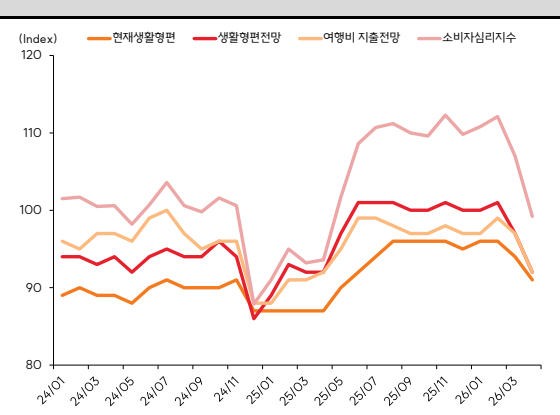
자료: 각 사, SK 증권

2026년 하반기 전망

중동 전쟁으로 인한 정세 불안은 중동 주요국 공항들의 허브 역할을 마비시키는 결과로 이어졌다. 결국 경유 등을 통한 장거리 여행은 조금 힘들어졌지만, 단거리 여행 수요는 계속될 것으로 예상된다. 특히 상대적으로 인구 수가 많은 동아시아 권역의 잠재 여행객들이 서구/북미권 여행이 상대적으로 힘들어진다면, 우리나라는 충분히 반사 이익을 누릴 수 있다. 문제는 외국인 여행객이 늘어난 만큼 충분한 호텔 숙박 시설이 제공되기는 어렵다는 점이다. 3성급 호텔 및 공유 숙박 서비스가 빠르게 성장하는 가운데 4성/5성급 호텔은 단기간 객실 공급을 늘리기 어렵다. 즉, 지난해부터 객실 예약률(OCC)과 객실 단가(ADR)이 함께 성장해왔지만, 이제는 객실 예약률은 어느 정도 한계에 도달한 상황에서 객실 단가만 상승하는 국면에 진입했다는 것이다. 이는 P와 Q의 동반 성장에서 P만 상승하는 변곡점을 의미하며, 호텔업을 영위하는 국내 기업들은 상대적으로 완만해진 실적 성장률 기울기를 어떻게 관리해야 할지 고민이 깊어질 수밖에 없다.

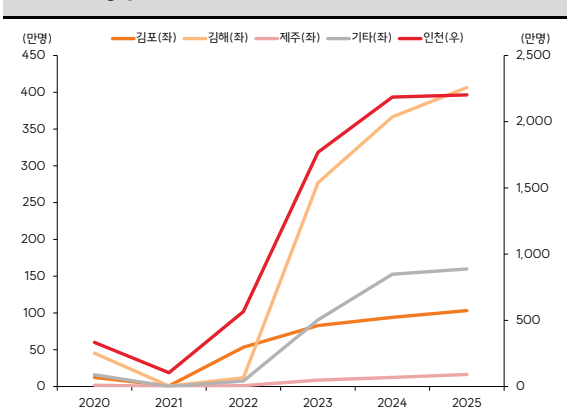
반대로 P의 상승은 이익 레버리지를 확대시키는 결과로 연결될 수도 있다. 하지만 무조건적인 가격 인상은 소비자의 가격 저항성에 직면할 가능성이 크고, 절대적인 금액의 증가보다 상대적인 증가율은 호텔마다 기업마다 다르게 나타난다는 점에서 주가도 차별적 움직임이 나타날 가능성이 크다는 판단이다. 지난해 주가 흐름 좋았던 호텔 관련주들은 충분히 전고점 수준까지 오를 수 있는 업황이다. 하지만 이를 극복하고 주가 레벨이 한 단계 더 올라서기 위해서는 또 다른 모멘텀이 필요할 것으로 예상된다. 유가 하락으로 인한 유류할증료 인하가 아웃바운드 관광객의 심리를 얼마나 자극할 수 있을지에 대한 부분도 하반기 관전 포인트다.

소비자심리지수 추이



자료: 통계청, SK 증권

국내 주요 공항 출국자 수 추이



자료: 한국항공협회, SK 증권

2026년 하반기 Top Picks

롯데관광개발 (032350/KS) - 나 홀로 성장, 카지노+호텔+여행 3박자 매력

- 내륙 도심 카지노와 다른 제주, 외국인 입도객 증가가 드롭액 증가로 직결되는 구조, 드림타워 외국인 투숙 증가
- 전체 매출에서 카지노가 차지하는 비중 1Q26 기준 76%까지 상승, 외형 성장 그대로 수익성 개선으로 연결
- 홀드올 매출 다르지만 마카오 초대형 리조트 카지노 수준까지 근접, 수익성 자체 글로벌 Top-Tier로 성장 중
- 제주 드림타워 개장 이후 지난해 당기순이익 첫 기록, 본격적인 CAPEX 회수 구간 진입, 구조적 체질 전환
- 2025년 연간 EBITDA 급증, 금융비용 낮아지며 현금창출 능력 대비 이자 부담 빠르게 감소
- 중간 배당 도입 등 긍정적 검토 분위기, 주주 환원 정책 강화되면 추가적인 주가 상승 여력 더해질 것으로 예상

Company Data	투자지표	단위	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E	
현재주가	19,350 원	매출액	억원	3,135	4,715	6,534	7,892	8,651	9,050
시가총액	15,403 억원	영업이익	억원	-606	390	1,433	1,914	2,355	2,419
		순이익	억원	-2,022	-1,166	278	976	1,446	1,510
발행주식 수	7,960 만주	EPS	원	-2,669	-1,530	349	1,226	1,817	1,897
주요 주주		PER	배	N/A	N/A	66.6	16.2	10.9	10.5
김기병(외 4)	38.49 %	PBR	배	10.3	1.8	5.0	3.4	2.6	2.1
국민연금공단	10.02 %	EV/EBITDA	배	76.4	14.8	13.3	9.4	7.5	7.1
외국인 지분율	21.73 %	ROE	%	-132.9	-60.4	8.1	23.2	26.7	21.9

서부 T&D (006730/KQ) - 호텔은 만실, 부동산 개발 실적도 가시권

- 2022년 평균 12만원대였던 ADR, 2025년 20만원 내외까지 상승, 호텔 영업이익률도 빠르게 개선
- 객실 예약률(OCC) 슬슬 한계 도달하면서 객실 단가(ADR) 만으로 이익 레버리지 커지는 구간 진입
- 자회사 신한서부터엔디리츠 등을 통해 총 2,300여개 객실 보유한 국내 최대 호텔 운영 업체
- 방한 중국인 증가 속도 예상보다 빠르게 나타나며 용산 드래곤시티 업황에 긍정적 영향
- 용산 나진상가 및 신정동 서부트럭터미널 부지 개발 시작, 올해 연말부터 착공 및 분양 시작 예정
- 2027년부터 2031년까지 연 1천억원 이상의 개발 이익 반영될 것으로 예상, 부동산 디벨로퍼 매력 부각

Company Data	투자지표	단위	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E	
현재주가	11,850 원	매출액	억원	1,692	1,809	2,483	2,850	3,220	3,677
시가총액	7,694 억원	영업이익	억원	372	481	703	816	1,154	1,331
		순이익	억원	1,383	344	791	347	455	464
발행주식 수	6,493 만주	EPS	원	2,052	521	1,220	534	700	714
주요 주주		PER	배	3.5	10.4	10.7	25.7	19.6	19.2
엠와이에이치(외 14)	49.75 %	PBR	배	0.6	0.4	0.8	0.8	0.8	0.8
자사주	1.93 %	EV/EBITDA	배	25.1	24.9	27.0	24.7	18.1	20.8
외국인 지분율	20.71 %	ROE	%	18.0	3.7	7.7	3.2	4.1	4.0

COMPLIANCE NOTICE

작성자는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.

본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.

본 보고서는 기관투자가 또는 제 3 자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.

당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.

종목별 투자의견은 다음과 같습니다.

투자판단 3 단계(6개월기준) 15%이상 → 매수 / -15%~15% → 중립 / -15%미만 → 매도