



BUY

현재주가(11.28)

19,270

목표주가(12M)

25,680

Key Data

시가총액	15,606억원
발행주식수	79,539,484주
외국인 지분율	17.76%
일평균 거래대금	254억원
52주 최고가	23,000원
52주 최저가	7,060원
52주 베타	0.50

4M Stock Price



Research Team

김동현

박유민

장성호

KU KONKUK UNIV.

Winning Bet : 777 - 실적 회복의 짱팟

투자포인트 1. 제주도로 올인! 레버리지 효과의 본격화

3Q25 매출액은 2,065억 원(+48.3% YoY), 영업이익은 472억 원(+112.7% YoY)을 기록했다. 9월은 전통적인 비성수기임에도 불구하고 카지노 순매출이 역대 최대 수준을 달성했으며, VIP 드롭액은 전분기 대비 +26.9% 증가, 홀드율 16.9%로 높은 수준을 유지했다. 이는 VIP 트래픽 확대와 인당 베팅 규모 증가가 동시에 진행되고 있음을 시사한다. 호텔 객실 가동률(OCC)은 90%에 근접하며, 숙박과 카지노 매출이 동반 성장하는 선순환 구조가 뚜렷하게 나타나고 있다. 4분기에도 인바운드 유입 가속화에 따른 견조한 트래픽과 인당 베팅액 상승세가 지속될 가능성이 높다.

투자포인트 2. 중국 소비력 강화와 방한 수요의 확대

중국은 팬데믹 이후 억눌렸던 소비를 회복하기 위해 다양한 소비 촉진 정책을 시행해 왔으며, 그 효과는 2025년에도 지속되고 있다. 2025년 1인당 가처분소득은 전년 대비 +4.8%, 소비지출은 +5% 증가하는 등 소득과 소비가 동반 개선되는 흐름을 보였다. 또한 위안화 대비 원화 환율 상승으로 한국이 중국 여행객에게 가격 경쟁력이 높은 목적지로 부상하였다. 실제 방한 중국인 수는 2024년 1월 약 28만 명에서 2025년 1월 36만 명으로 증가했으며, 2025년 내내 우상향 흐름이 유지되고 있다. 이러한 구조적 소비 회복과 여행 수요 확대는 국내 여행·레저 산업 전반의 성장 모멘텀을 더욱 강화하는 요인으로 작용하고 있다.

투자포인트 3. 중일 간 갈등, 반사 이익을 얻는 한국

중국·일본 간 외교 갈등 이후 중국 정부의 일본 여행 규제, 이를바 ‘한일령’ 조치가 시행되면서 일본행 항공권 50만 장 취소, 중국발 크루즈 기항 취소 등 중국인의 일본 여행 수요가 급격히 위축되고 있다. 반면 한국은 양국의 대체 목적지로 부상하며 수요가 크게 증가하고 있으며, 중국 온라인 여행 플랫폼 데이터에서도 한국이 국제선 검색, 발권 1위로 올라서며 일본을 대체하고 있다. 이러한 급격한 수요 이동은 중국 인바운드에 민감한 국내 여행·레저 산업 전반에 구조적 호재로 작용하고 있다.

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS(원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2023	313.6	-60.6	-202.2	-2721	-13.2	913	-3.4	10.3	76.4	-132.9	2590.9
2024	471.5	39	-116.6	-1531	-43.7	4156	-5	1.8	14.8	-60.4	592.1
2025E	646.3	133.3	-4.1	-52	-96.6	4624	-374.1	4.2	11.2	-1.2	505.2
2026E	735.8	188.5	63.1	793	-1620.2	5417	24.6	3.6	9	15.8	438.5

CONTENT

1. 베팅 너머의 비즈니스, 외국인 전용 카지노 - 산업분석	3
2. 롯데관광개발 - 기업분석	8
3. 투자포인트	14
4. VALUATION	20

I . 베텁 너머의 비즈니스, 외국인 전용 카지노 – 산업분석

화려한 조명과 긴장감 넘치는 경험, 그리고 자본에 대한 **원초적 욕망**을 자극하는 카지노는 그 자체로 강력한 매력의 사업 모델이다. 한동안 **코로나19와 주변국의 규제** 강화로 침체기를 겪었던 국내 카지노 산업은, 최근 **방한 관광객의 급증**과 업계의 **적극적인 대응**에 힘입어 빠르게 활기를 되찾고 있다. 회복의 신호탄이 켜진 지금, 한국 카지노 산업의 구조와 성장 잠재력을 면밀히 살펴보고, 이 시장이 향후 어디까지 확장할 수 있을지 전망해본다.

1.1 한국의 카지노 산업

규제 아래 형성된 4대
카지노 제국

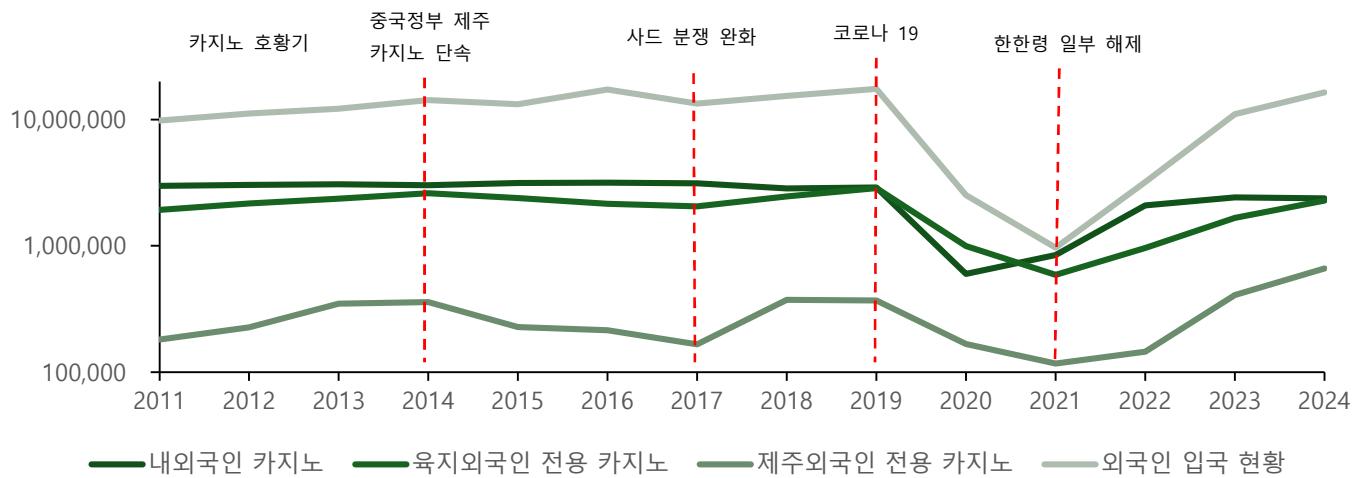
국내 카지노 산업은 **4개의 상장사가** 과점 형태로 운영하고 있다. 외국인 전용 카지노를 운영하는 **파라다이스, GKL, 롯데관광개발(동사)**, 그리고 내국인 출입이 허용된 유일한 카지노 **강원랜드**가 그 주체다. 이처럼 사업자 수가 제한적인 이유는 **정책적 규제와 사회적 인식**이 맞물린 결과다. 정부는 카지노가 외화 유치와 관광수입 창출에 기여한다는 점을 인정하면서도, **도박 중독과 투기 조장 등 사회적 부작용**을 우려해 업계를 엄격히 통제하고 있다. 신규 인허가는 극도로 보수적으로 운영되며, 특히 4대 상장사 중 하나인 **GKL은 한국관광공사가 직접 관리하고 있다.**

복합리조트로 확장되는
카지노 산업

현대 카지노 산업은 단순한 사행 시설을 넘어, **호텔·쇼핑·컨벤션·엔터테인먼트가 결합된 복합 리조트(Integrated Resort)** 형태로 발전하고 있다. 이는 ‘사행산업’이라는 부정적 이미지를 완화하고, 가족 단위 관광객과 일반 여행객을 함께 유치하기 위한 전략적 변화로 평가된다. 국내 주요 카지노 사업자 중 파라다이스와 동사는 복합 리조트 모델을 적극 도입해, 카지노 외에도 **호텔, 레스토랑, 쇼핑, 공연 등 다양한 부대사업을 통해 매출을 다변화하고 있다.** 반면 GKL은 서울과 부산의 도심형 카지노 중심으로 운영되며, **숙박·엔터테인먼트보다는 게임 시설에 집중된 구조**를 유지하고 있다. 이러한 흐름은 국내 카지노 산업이 점차 **관광·문화 콘텐츠를 융합한 고부가가치 산업으로 진화하고 있음을 보여준다.** 즉, 일부 사업자는 여전히 도심형 모델을 유지하고 있지만, 전체 산업 트렌드는 **단순 사행시설에서 복합 엔터테인먼트 허브로의 전환**을 향해 나아가고 있다.

관광 수요 회복이 만든
업황 개선

한국을 방문하는 **외국인 관광객의 증가**가 외국인 전용 카지노 산업의 업황 개선으로 직결되고 있다. 두 지표 간의 상관계수가 약 **0.9**에 달할 정도로 높은 상관성을 보이며, **관광객 증가가 곧 카지노 매출 성장으로 이어지는 구조임을 확인할 수 있다.** 최근 **중국 단체 관광객의 무비자 입국 허용과 더불어, 정부의 에어비앤비 영업신고 의무화 정책**으로 인해 비공식 단기 임대 수요가 감소하고, 해당 수요가 전통 호텔로 흡수되는 ‘**풍선효과**’가 나타나고 있다. 이는 호텔 기반 카지노를 운영하는 사업자에게 긍정적인 외부 환경이다.

도표 1-1. 외국인 입국자와 증감과 카지노 산업의 동행 추세

출처 : 한국카지노업관광협회, KIRA 2팀

※ 세로축은 log10 단위로 표시됨.

1.2. 3players, 1table : 한국 카지노 판의 균형

국내에서 외국인 전용 카지노를 운영하는 상장사는 **파라다이스**, **GKL**, **롯데관광개발**의 세 곳이다. 이들은 공통적으로 **중국**, **일본**, **홍콩** 등 아시아권 관광객을 핵심 고객층으로 확보하고 있으며, 특히 **중국인과 일본인** 방문객의 비중이 높다. 다만, 지역적 입지와 시설 구성의 차이로 인해 방문객 국적 비율 및 시장 수혜의 정도에는 뚜렷한 차별성이 존재한다. 이에 따라 세 기업은 동일한 산업군에 속하지만, 입지 구조와 고객 포트폴리오의 차이를 기반으로 서로 다른 경쟁력을 형성하고 있다.

인천발 파라다이스 익스프 **파라다이스**는 서울, 부산, 제주, 인천 등 주요 관광 거점에 카지노 사업장을 운영하며, 국내 시장 내 가장 다각화된 포트폴리오를 보유하고 있다. 특히 인천의 파라다이스 시티는 최근 파라다이스세가사미의 **그랜드하얏트 인천** 인수를 계기로 기존 769객실에서 약 65% 확대된 1,270 객실 규모의 초대형 복합리조트로 재편되었다. 이는 국내 외국인 전용 카지노 중 유일하게 호텔 객실(capacity)을 지속적으로 확장하고 있는 사례로, **중국·일본 VIP** 고객의 점진적 성장세와 일반 고객 저변 확대를 동시에 이끌며 중장기 수익 구조의 안정화를 견인할 것으로 전망된다.

의외의 승리자가 될 수도 있는 **GKL**은 서울과 부산의 중심 입지를 기반으로, 다양한 국적의 고객층이 실적을 견인하는 구조를 갖고 있다. 특히 주요 업장이 위치한 강남, 용산, 서면 등 핵심 상권을 고려할 때, 중국 단체 관광객 무비자 입국 재개 시 가장 즉각적인 수혜가 기대된다. 인바운드 확대는 일반 VIP 및 매스 고객 유입 증가로 직결될 가능성이 높다. 다만, 복합리조트 부재로 인한 단순한 수익 구조는 한계로 지적되며, 향후 호텔 연계형 시설 투자 및 마케팅 강화가 실적 개선의 관건이 될 전망이다.

골목대장, 유커를 업고 전 **롯데관광개발은 제주도 단일 거점에 집중하고 있으나, 이를 근거로 경쟁력을 낮게 평가하는 것** 국구로 간다. – **롯데관광개** 은 설부르다. 전통적으로 중국인 관광객 비중이 높은 제주도는 중국 주요 도시에서 두 시간 이발 내로 접근 가능한 **지리적 이점을** 지닌다. 동사가 운영하는 그랜드 하얏트 제주는 **공항에서 약 10분 거리**에 위치한 1,600객실 규모의 대형 복합리조트로, 우수한 접근성과 숙박 수용력을 확보하고 있다. 특히 제주 내 경쟁사인 신화월드(랜딩카지노)와 비교해도 **매출 규모가 압도적으로 높아 시장 내 지배적 위치를** 유지하고 있다.

도표 1-2. 카지노 4사 비교

	롯데관광개발	제주 신화월드	파라다이스				GKL		
소재지	제주	제주	서울	인천	부산	제주	서울	서울	부산
위치	노형동(도심중앙)	서귀포시(외곽)	도심(외곽)	영종도(교외)	도심(중앙)	노형동(도심)	도심(중앙)	도심(중앙)	도심(중앙)
호텔명	Grand Hyatt jeju	Marriot, Somerset, Sinwha, Landing	Walkerhill	Paradise City	Paradise Hotel Busan	Masion Glad	Inter-continental	Dragon City	Lotte
소유권	직접소유	직접소유	임차	공동소유	직접소유	임차	임차	임차	임차
객실수	1600	2000	557	711	532	513	550	1700	650
테이블	159(5종)	166(7종)	109(4종)	178(6종)	34(4종)	32(4종)	78(5종)	55(7종)	41(5종)
전자 테이블	71(3종)	0	80(3종)	144(6종)	41(2종)	20(2종)	45(4종)	71(3종)	29(3종)
슬롯수	189	63	133	332	75	36	108	146	100

출처 : 각 사 IR자료, KIRA 2팀

1.3. 카지노의 수익창출 메커니즘

높은 진입장벽이 만든 안 카지노 산업은 정부의 인허가를 받아야만 운영이 가능한 **대표적인 허가제 산업**으로, 정적 과정 구조 신규 진입이 극히 제한적이다. 「관광진흥법」과 「폐광지역개발지원특별법」 등 관련 법령에서 사업 허가 요건, 운영 규제, 사업자 자격을 엄격히 규정하고 있으며, 영업 행위 또한 지속적인 정부 감독을 받는다. 이러한 제도적 진입장벽은 시장 내 소수 사업자 중심의 과정 구조를 형성하며, 경쟁 완화를 통해 기존 사업자의 안정적인 점유율과 수익성을 보장한다. 또한 카지노 산업은 대규모 초기 투자비용이 요구되는 자본집약적 산업으로, 신규 진입의 실질적 장벽이 높아 기존 사업자의 구조적 우위가 강화된다.

카지노의 매출 방정식

카지노의 핵심 수익 구조는 다음과 같이 단순 명확하다.

<수익 = 드롭액(Drop Amount) × 홀드율(Hold Percentage)>

‘드롭액’은 고객이 칩으로 교환한 금액을 의미하고, ‘홀드율’은 그중 카지노가 실제로 확보하는 비율(승률)에 해당한다. 즉, 고객이 베팅에 투입한 금액이 많고, 카지노가 높은 홀드율을 유지할 수록 수익이 커진다. 카지노는 수학적 확률을 기반으로 **장기적인 수익을 보장받는 구조**이므로, 일시적인 손실이 있어도 통계적으로 안정적인 이익을 창출할 수 있다.

VIP 중심구조와 지리적 우위가 만든 수익 격차

VIP 고객은 전체 매출의 70~80%를 차지하는 핵심 수익원이다. 소수의 고객이 대부분의 매출을 만들어내는 구조로, ‘80대 20 법칙’이 뚜렷하게 적용되는 시장이다. 특히 **중국, 일본, 대만 등 해외 VIP 고객층은 국내 카지노 매출에 절대적인 영향력을 행사하며, 이들의 방문 추세가 실적 변동의 주요 변수로 작용한다.** 한국 카지노의 강점은 **지리적 근접성**에 있다. 베이징에서 인천까지 약 2시간, 제주도까지 2시간 30분이면 도달 가능해, 마카오보다 이동 시간이 짧다. 실제로 **중국 VIP 고객의 약 36%가 접근성을 이유로 한국 카지노를 선택한 것으로 나타났다.** 또한 **2025년 하반기 시행 예정인 중국 단체 관광객 무비자 입국 정책은 업계 전반에 외국인 수요 확대라는 직접적인 호재로 작용할 전망이다.** 이는 **중국 단체 관광객 증가 → 카지노 방문객 확대 → 매출 성장**으로 이어지는 선순환 구조를 강화할 것으로 기대된다.

관계가 곧 매출이다 :

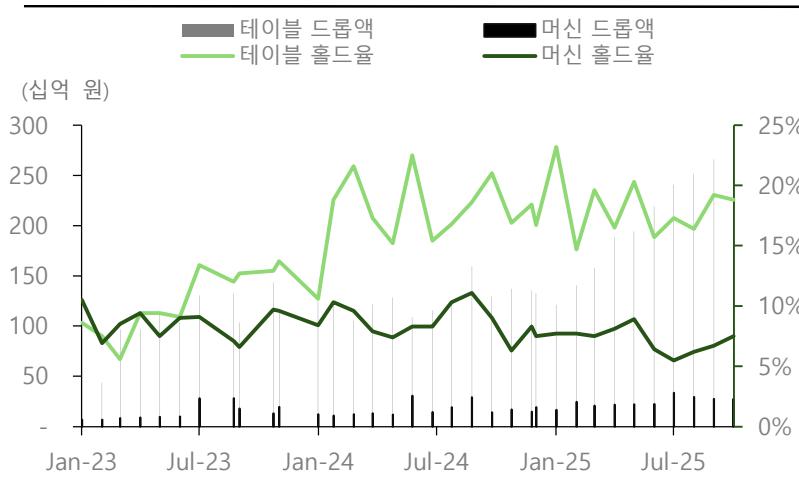
VIP 붙잡는 정킷시스템

VIP 고객 유치는 카지노 수익의 핵심 전략으로, 전체 매출의 상당 부분을 차지한다. 이를 위해 각 카지노는 정킷이라 불리는 **전문 마케팅 에이전트**를 활용한다. 정킷은 자금력이 높은 VIP 고객을 발굴해 특정 카지노에서 **지속적으로 체류하고 베팅하도록 유도하는 역할**을 수행한다. 항공권, 숙박, 식음료, 신용공여 등 **맞춤형 서비스를 제공해 고객 만족도와 충성도를 극대화한다.** 특히 VIP 고객의 경우, **지리적 접근성보다 서비스 품질과 관계 관리가 핵심 경쟁 요소로 작용한다.** 동사는 **전세기를 활용해 해외 VIP를 직접 초청하는 등, 관계 유지 중심의 맞춤형 운영 체계를 구축하고 있다.**

경기에 울고 웃는 산업,
변동성의 이중성

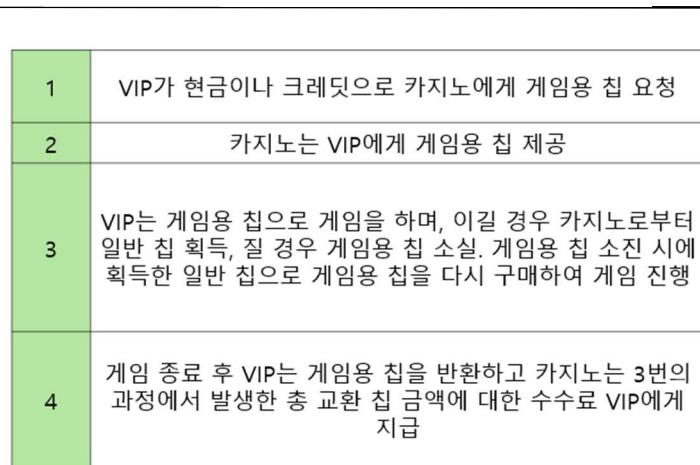
카지노 산업은 외부 경제 요인에 매우 민감한 **경기순응적 산업**이다. 경기 침체 시 **여가 및 사행성 소비가 위축되며, 환율 변동은 외국인 전용 카지노의 실적에 직접적인 영향을 미친다.** **중국의 반부패 정책 강화, 코로나19 팬데믹** 등은 입국객 급감으로 이어져 산업 전반에 심각한 타격을 준 대표적 사례다. 반대로, 정부의 **관광 활화 정책이나 원화 약세**는 외국인 방문객 증가를 유도하며 수익 회복 요인으로 작용한다. 또한 카지노 산업은 **영업 레버리지 효과가 큰 고정비 중심 구조**를 가지고 있어, **방문객 수의 변화가 매출에 빠르게 반영된다.** 손님이 늘면 인건비 증가 없이 수익이 급등하지만, **수요 감소 시 재무구조가 급격히 악화될 위험**이 존재한다. 따라서 외부 환경 변화에 대한 리스크 관리가 필수적이다.

도표 1-3. 동사 헬드율 및 드롭액 추이



출처 : DART, KIRA 2팀

도표 1-4. VIP 칩 거래 프로세스



출처 : GKL IR 자료, KIRA 2팀

1.4. 아시아 카지노 산업 동향

2025년 아시아 카지노 산업은 **마카오와 싱가포르**가 확실하게 양분하고 있다. 마카오는 코로나 이후 회복이 이어지며 매스 중심의 안정적 성장을 보이고 있으며, 시티그룹, 제프리스 등은 **2025년 GGR이 MOP 2,486억(YoY +10%)까지 증가할 것으로 전망한다.** 실제로 1~9월 누적 GGR은 전년 대비 약 7% 증가했고, 5~8월에는 팬데믹 이후 최고치가 연속적으로 경신되며 수요 복원력이 확인되었다. **VIP 중심 구조에서 프리미엄 매스·비VIP 매스로 재편되면서 객단가, 체류시간이 개선되고, 콘서트, 공연, 전시 등 비게이밍 콘텐츠 확장이 GGR 회복을 뒷받침하는 모습이다.**

다만 마카오 상장사들의 주가는 실적 회복 속도에 비해 더디게 움직이고 있다. **중국 소비 회복 사이클, 관광심리 변동성, 규제 프리미엄** 등이 밸류에이션 상단을 누르면서 갤럭시, 샌즈차이나, MGM China, Wynn Macau 등 주요 종목은 2019년 정상 수준 대비 여전히 할인 구간에 머물러 있다. 반대로 싱가포르는 전혀 다른 국면이다. **마리나베이샌즈는 2025년 3분기 매출이 14.4억달러(YoY +56%)로 사상 최고치를 경신했고, EBITDA 역시 2019년 대비 80% 이상 증가하며 구조적인 수익성 레벨업을 입증했다.**

결과적으로 **마카오는 볼륨 회복 스토리, 싱가포르는 퀄리티 레벨업 스토리**로 요약된다. 마카오는 **2019년 대비 완전한 정상화는 아직이지만, 매스 중심의 체질 개선과 엔터테인먼트 강화로 2025~26년 이익 레버리지 가능성이 크며, 실적 대비 저평가된 딥 밸류 매력도 유효하다.** 반면 싱가포르는 이미 포스트코로나 뉴 노멀 구간에 진입해 **MBS 중심의 압도적 수익성과 안정적인 현금창출력을 확보했으며, LVS 주가 역시 실적 개선과 배당, 자사주 매입 확대에 힘입어 글로벌 카지노 업종 내 퀄리티 프리미엄을 강화하고 있다.** 변동성보다 안정적 이익 레버리지를 선호한다면 싱가포르, 회복 국면에서 밸류에이션 상승 여력을 노린다면 마카오는 각각 유효한 투자 스토리로 제시된다.

도표 1-5. 마카오 전체 시장 합산 GGR 추이

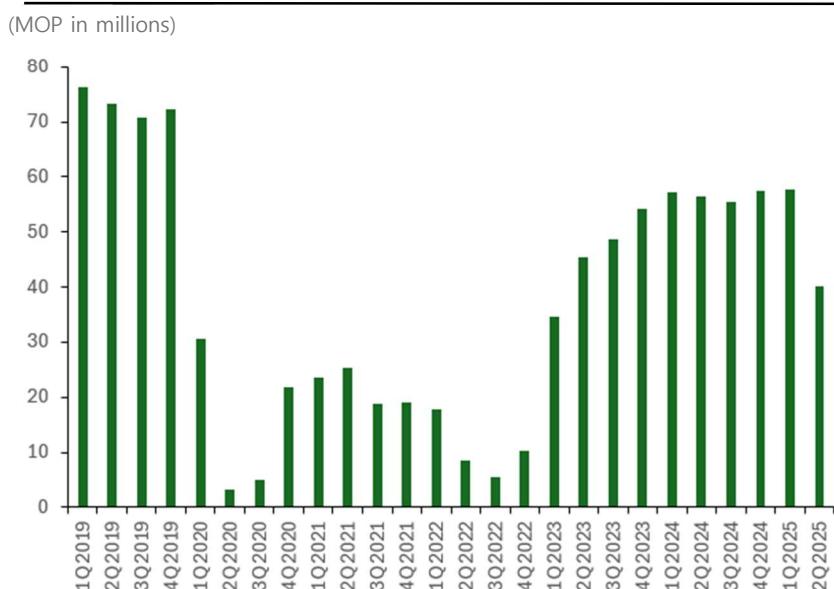
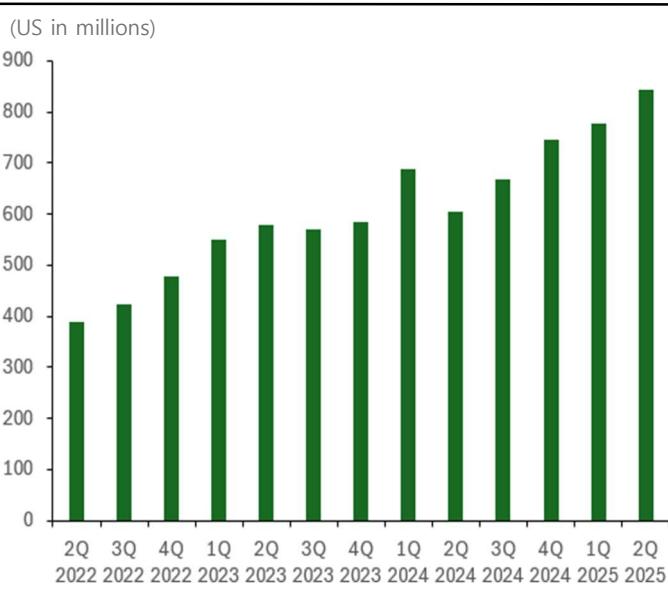


도표 1-6. 싱가폴 마리나베이샌즈 MGR 추이



출처 : DICJ, KIRA 2팀

출처 : LVS IR 자료, KIRA 2팀

II. 위기, 패기 다시 ‘인기’(feat. 롯데관광개발) – 기업분석

롯데관광개발은 용산 개발 실패와 팬데믹 위기를 겪었지만, 제주 드림타워 개발을 계기로 여행사에서 **외국인전용 카지노 중심의 복합리조트 운영사**로 체질을 전환했다. 카지노를 핵심 수익원으로 확보한 뒤 2023년 중국인 관광객 회복이 맞물리며 **실적 턴어라운드가 가속화되고 있다**. 현재 롯데관광개발은 카지노 기반의 선순환 구조를 구축하며 본격 도약 국면에 진입했다. 이하에서는 핵심 카지노 사업 현황과 주가 흐름을 중심으로 기업의 구조 변화와 성장성을 분석한다.

2.1. 위기 기업에서 턴어라운드 스토리로

추락과 재편
위기를 기회로

롯데관광개발은 1971년 ‘아진관광’으로 설립된 후 1978년 롯데관광개발에 인수되며 ‘롯데관광’이라는 이름을 사용하게 되었지만, **롯데그룹과는 직접적인 지분 관계가 없는 독립 기업**이다. 1991년 현 사명으로 변경한 뒤 여행업과 개발업을 병행하며 사업을 확장해 왔으나, 2008년 글로벌 금융위기와 2013년 **용산국제업무지구 개발 프로젝트 부도**로 경영이 급격히 악화되었다. 상장폐지 위기까지 몰린 회사는 결국 새로운 돌파구로 외국인전용 카지노 사업을 선택했고, 이는 이후 사업 구조 전환의 핵심 계기가 되었다.

전환의 기로
지속가능성을 위한 구조
재편

롯데관광개발은 오랜 기간 여러 사업에서 성과를 내지 못하며 재무적 압박이 누적된 상황에 놓여 있었다. **제주에서 추진한 복합리조트 개발** 역시 초기 계획과 달리 **장기 지연**되면서 회사의 부담을 더욱 키웠다. **지역사회와의 갈등, 인허가 절차 문제** 등이 맞물리며 프로젝트는 속도를 내지 못했고, 이는 기업 전반의 경쟁력 약화로 이어졌다. 계속된 지연과 재무 부담은 기존 사업에 의존한 운영 방식의 한계를 분명히 드러냈고, 결국 회사는 **새로운 성장 축**을 확보하는 방향으로 사업 구조를 재편하게 된다. 그 핵심이 바로 **제주 드림타워를 기반으로 한 대형 리조트·외국인전용 카지노 사업 전환**이었다.

제주 드림타워 : 선순환
수익 구조의 심장

제주 드림타워 복합리조트는 롯데관광개발의 성패를 가른 핵심 프로젝트로, **제주시 노형동 중심부, 제주국제공항에서 약 10분 거리**에 위치하며 2020년 12월 완공되었다. **지상 38층, 높이 169m**로 제주에서 가장 높은 건축물이며, **1,600실 규모**의 그랜드 하얏트 제주, 14개의 레스토랑, 쇼핑몰, 스파, 수영장 등 다양한 복합문화시설을 갖추고 있다. 리조트의 수익 구조는 크게 세 가지 축으로 구성된다.

1. **카지노 사업** – 전체 매출의 절반 이상을 차지하는 핵심 수익원
2. **호텔 숙박 사업** – 객실과 부대시설을 통한 안정적 매출
3. **식음·리테일 사업** – 상가, 레스토랑, 브랜드숍 등에서 발생하는 매출

이 세 부문은 서로 시너지를 형성하며, ‘체류 시간 증가 → 숙박·식음 매출 확대 → 카지노 이용 증가’의 선순환 구조를 완성하고 있다. 이를 통해 리조트는 단일 사업 의존도를 낮추고, 안정적이면서도 성장 가능한 매출 구조를 확보했다.

중국인 관광객 회복과 카지노 턴어라운드

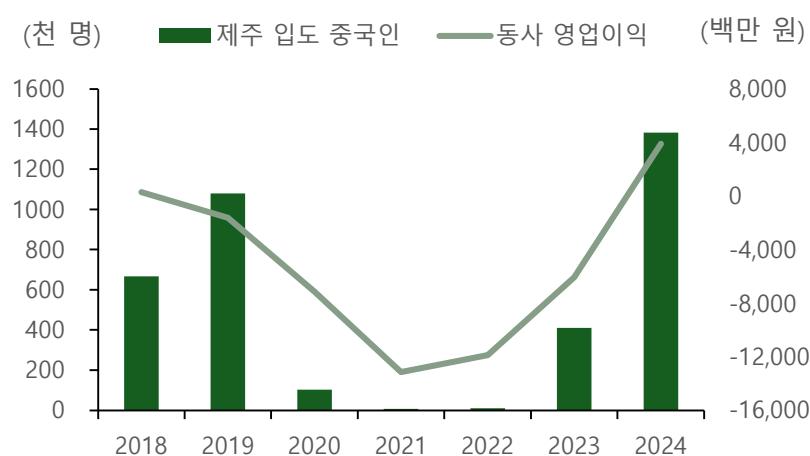
2023년 중국 단체관광 재개와 무비자 입국제한 복원으로 제주 방문 외국인 수가 급증하며, 드림타워 카지노 매출이 빠르게 회복되었다. 카지노 매출 비중은 2021~2022년 19~23%에서 2023년 약 50%로 상승하며 수익 구조가 안정화되었고, 2025년 기준 분기 매출 1,800억 원 이상, 영업이익 500억 원대, 영업이익률 28%를 상회했다. 이는 일정 규모를 넘은 카지노 매출이 고정비 부담을 흡수하며 **영업레버리지 효과**를 극대화한 결과다. 결국 롯데관광개발은 중국인 관광객 회복에 힘입어 코로나 이후 첫 본격적인 **실적 턴어라운드**를 달성했다.

도표 2-1. 동사 연혁

년도	내용
1971	아진관광 설립
1978	롯데관광교통에 인수
1991	롯데관광개발로 사명 변경
2008	글로벌 금융위기, 용산 프로젝트 착수
2013	용산프로젝트 부도
2008~2016	제주 드림타워 사업 지연
2020	드림타워 개장, 코로나 19 유행
2021	드림타워 카지노 개장

출처 : DART, 언론 종합, KIRA 2팀

도표 2-2. 제주 입도 중국인 수와 동사 영업이익 추이



출처 : DART, KIRA 2팀

2.2. 국내 최대 카지노 내부 틀어보기

공간 설계 및 고객 기반 MASS존 구성

당사 카지노는 국내 최대 규모를 기반으로 골드 톤의 럭셔리 인테리어, 7m 높이의 개방형 천장, 16m 메가 스크린 등 차별화된 공간 요소를 갖추고 있다. 메인 출입구에 위치한 테이블 존은 MASS 고객을 위한 핵심 공간으로 구성되어 있으며, 인접한 슬롯머신 존 역시 가벼운 이용을 선호하는 MASS 고객의 접근성과 편의성을 고려해 배치되었다. 슬롯머신 존은 소음이 크지 않아 쾌적하고 집중도 높은 게임 환경을 제공하며, 경쟁 카지노 대비 카드 게임 테이블 수가 충분하다는 점도 강점으로 평가된다.

프라이버시 중심의 VIP 동선 및 전용 게임존

VIP 고객 전용 게임존은 카지노 우측 하단과 중앙 하단의 독립 출입구를 통해 접근할 수 있어 MASS 고객과의 동선이 철저히 분리된다. 호텔 객실과 직접 연결되는 전용 통로를 갖춰 프라이버시를 극대화하고, 고급스러운 인테리어와 전용 테이블 구성으로 프리미엄 고객 경험을 한층 강화했다. 또한 VIP 존은 고액 베팅 고객의 니즈를 고려한 맞춤형 서비스와 전담 직원 배치를 통해 고객 만족도를 높이고, 체류 시간 연장과 재방문율 증가를 지원한다. 이러한 독립적 구조는 고객 동선 관리와 운영 효율성을 동시에 개선하며, 고급 고객 유치를 위한 전략적 자산으로 평가된다.

롯데관광개발(032350)

국내 유일 VIP 멤버십 'Lotte Tour Club'

드림 타워 카지노의 멤버십 제도인 **Lotte Tour Club**은 고액 게임을 즐기는 VIP 고객을 위한 국내 외국인 전용 카지노 유일의 프리미엄 시스템이다. 고객은 게임을 통해 포인트를 적립하며, 5,000포인트부터 플래티넘, 50만 포인트부터 블랙 등급으로 승급할 수 있다. 상위 등급인 블랙 프라이빗부터 다이아몬드까지는 초청받은 고객만을 대상으로 비공개 운영되며, 포인트 유효기간이 12개월로 제한되어 있어 지속적인 활동이 등급 유지와 혜택 확보에 필수적이다.

포인트 기반 프리미엄 혜택 적립된 포인트는 갤러리 라운지, 99밸리 카지노 다이닝 등 식음 업장뿐 아니라 로즈베이 스파, 텍 및 복합 리조트 연계 리무진 서비스 등 라이프스타일 분야에서도 사용할 수 있으며, 타워 내 모든 쇼핑 아울렛에서

도 활용 가능하다. 등급별 혜택으로는 시설 이용 시 할인, 매주 프로모션 칩 지급, 슬롯 보너스, 추가 포인트 적립 등 다양한 게임 혜택이 포함되어 있다. 이는 단일 카지노 시설이 아닌, 카지노를 포함한 복합 리조트 체계를 갖춘 당사만이 제공할 수 있는 차별화된 프리미엄 서비스로 평가된다.

그림 2-3. 동사 카지노 입장 내부 약도



출처 : 동사 IR 자료, KIRA 2팀

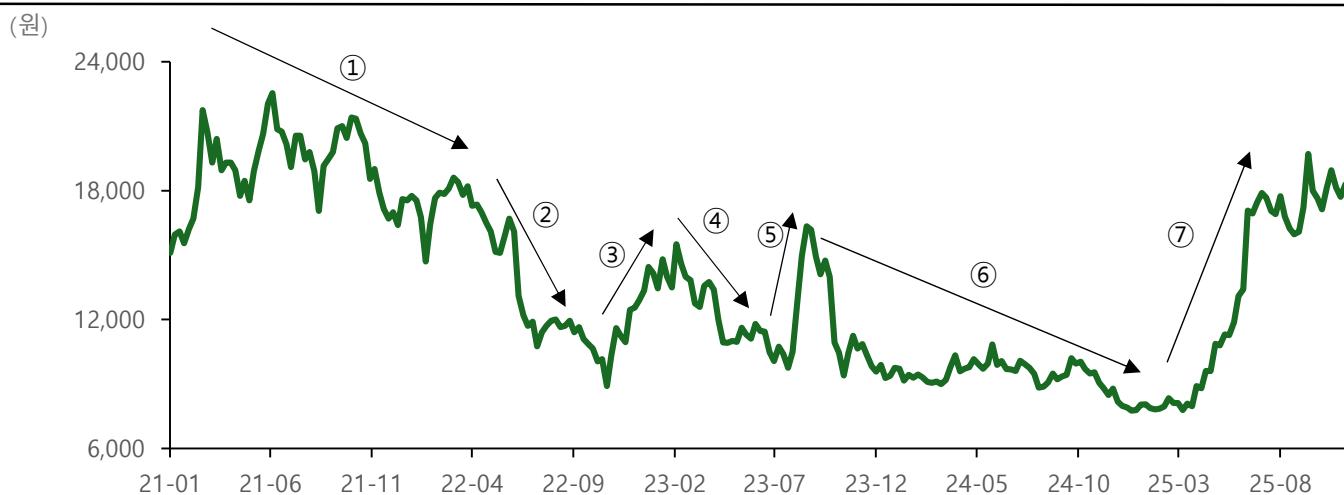
그림 2-4. 동사 멤버십 카드



출처 : Lotte Tour Club, KIRA 2팀

2.3 주가분석

도표 2-4. 동사 주간 주가 추이



출처 : KRX, KIRA 2팀

복합리조트 개장 기대감 약 ① 2020년 12월 그랜드 하얏트 제주의 개장으로 제주 고급 숙박 시장 내 경쟁이 심화되며 동화와 팬데믹 영향 사의 복합리조트에 대한 기대감이 일부 희석되었다. 이후 2021년 6월 제주드림타워 카지노 개장이 단기 모멘텀으로 작용했으나, 코로나19 장기화로 관광 수요가 급감하며 실적이 기대치에 미달했다.

중국발 수요 정체로 주가 약세 지속 ② 2022년에는 중국의 ‘제로 코로나’ 정책과 외국인 자가격리·비자 제한이 이어지면서 관광 회복이 지연되었다. 중국인 고객 비중이 높은 매출 구조 특성상 실적 둔화세가 장기화되며 주가는 6,000원대까지 추가적으로 하락했다.

중국 방역 완화에 따른 반등 ③ 2023년 초 중국이 해외 단체관광을 부분 허용하고 방역 규제를 완화함에 따라 한·중 교류 재개 기대감이 확대되었다. 이에 카지노 매출 회복 가능성이 부각되면서 동사 주가는 저점 대비 약 +75%(6,500 → 11,000원) 상승했다. ④ 그러나 2023년 2분기 이후 중국의 비자 발급 제한과 약 7,000억 원 규모의 유동부채 만기 도래가 재무 리스크로 부각되며 주가는 고점 대비 -40%(11,000 → 7,000원) 하락했다.

중국 단체 관광 전면 재개에 따른 급등 ⑤ 2023년 8월, 중국의 한국 단체관광 전면 재개 발표 이후 제주 관광객 유입 기대가 확대되면서 주가는 한 달간 약 +90%(7,000 → 13,000원) 급등했다. 동사의 상승폭은 파라다이스 (+41%), GKL(+37%) 대비 월등히 커 중국 관광객 수와의 높은 연동성을 재확인시켰다. ⑥ 2024년 상반기에는 카지노 및 호텔 실적이 기대치를 하회하며 단기 조정을 받았으나, 중국 내 수 회복 및 제주 입도객 증가세가 이어지며 주가는 점진적인 반등 흐름을 보였다.

실적 레버리지 본격화와 재무구조 안정화 ⑦ 2025년 3분기 동사는 매출 +34.2% YoY, 영업이익 +138.9% YoY를 기록하며 역대 최대 실적을 달성했다. 호텔·카지노 부문의 동반 성장으로 실적 레버리지가 본격화되고 있다. 최근 동사는 700억 원 규모 전환사채 만기를 2026년 11월로 연장했고, CB 잔여 물량도 감소세를 보이며 재무 리스크가 상당 부분 완화되었다. 공매도 잔고비중 역시 약 0.5% 수준으로 낮아져 수급 측면에서도 긍정적 변화가 나타나고 있다.

주가 수준 및 주요 트리거 현재 동사의 주가는 약 19,000원 수준으로, 실적 터어라운드·관광 수요 회복·재무 안정화라는 세 가지 핵심 상승 요인이 여전히 유효하다.

- **상향 트리거:** 중국 관광객 유입 확대, 매출 구조 다각화, 기관 수급 강화
- **하향 트리거:** CB 물량 부담(완화 추세), 외교·방역 리스크, 단기 차익실현 압력

2.4. CB 오버행 축소에 따른 구조적 재무 리스크 완화

과거 CB 발행에 따른 **주가** 동사는 제주드림타워 개발 단계부터 **대규모 자금 조달이 반복되면서 전환사채 발행 규모가 급 및 재무 부담** 격히 확대되었다. 이는 **주가 희석 부담과 만기 도래에 따른 상환 리스크를 동시에 야기하며, 오랜 기간 투자심리의 주요 제약 요인으로 작용해 왔다.** 특히 **전환 가능 물량이 특정 구간에 집중되어 있었던 점은 단기 유동성 관리의 불확실성을 높였고, 시장에서는 대규모 오버행 가능성**을 상시적으로 반영해 주가 상승 탄력을 제한하는 구조가 고착화되어 있었다.

CB 부담 완화 및 재무 안정성 강화 그러나 **최근 들어 CB 잔여물량 감소, 주요 전환사채 만기 연장, 동사의 실적 턴어라운드 현실화** 등 긍정적 이벤트가 이어지며 이러한 우려는 점진적으로 해소되는 흐름을 보이고 있다. 특히 제6회 **1200억원 규모 전액 상환과 8-1회 700억 원 규모 전환사채의 만기 연장 확정은** 단기 상환압력을 크게 완화시켰고, 이미 전환 가능한 물량의 상당 부분이 시장에서 소화됨에 따라 **오버행 리스크는 과거 대비 구조적으로 축소된 상황이다.** 더불어 실적 개선이 지속되면서 자금 유동성 안정성에 대한 신뢰도 높아지고 있어, 과거 CB 중심의 재무 불확실성은 점차 완화되는 국면으로 판단된다.

전환사채 물량 축소 확정 최근 공시된 전환사채(CB) 조정 내역은 투자자 입장에서 **희소식으로 평가된다.** 동사의 실적 개선과 재무구조 안정화가 지속됨에 따라, 전환가액이 상향 조정되고 전환 가능한 주식 수가 축소되는 등 긍정적 변화가 나타났다. 특히 10-1회차와 10-2회차 CB에서 **약 40% 이상의 전환가액 상향 조정이 이루어졌으며, 이에 따라 전환사채 총액 또한 약 55억 원 규모로 감소하였고 전환 가능한 주식 수 또한 감소하였다.**

도표 2-5. 전환사채 세부내역에 대한 공시

제 6회 해외 전환사채 1200억원 규모 전액 상환									8-1회 전환 사채 700억원 규모 만기 1년 연장	(단위 : 천원)
25년 9월 분기 보고서	제6회 기명식 무보증무담보 해외전환사채	제7-2회 무기명식 무보증무담보 사모전환사채	제8-1회 무기명식 사모전환사채	제9-1회 무기명식 사모전환사채	제9-2회 무기명식 사모전환사채	제10-1회 무기명식 사모전환사채	제10-2회 무기명식 사모전환사채	차입금명칭 합계		
차입금, 발행일	2019-09-20	2021-03-11	2021-11-29	2023-02-23	2023-04-27	2023-08-29	2023-09-13			
차입금, 만기	2025-09-20	2025-01-14	2025-01-14	2027-02-23	2027-04-27	2027-08-29	2027-08-29			
차입금, 이자율	0.15	0.025	0	0.04	0.04	0.08	0.08			
명목금액	0	0	70,000,000	0	0	3,499,920	2,000,000	75,499,920		
상환할증금 (가산)	0	0	12,871,225	0	0	0	0	12,871,225		
전환권조정 (차감)	0	0	0	0	0	0	0	0		
사채할인발행차금 (차감)	0	0	0	0	0	0	0	0		
전환사채	0	0	82,871,225	0	0	3,499,920	2,000,000	88,371,145		

10-1,2회 40%이상 전환가액 상향 조정

2.5. 지배력의 지형도 : 주요 주주와 이사회 구조

동사의 지배구조

롯데관광개발 이사회는 **최대주주 일가 중심으로 구성된 내부 체제**가 특징이다. 대표이사 회장과 사내이사들은 20~40년 이상 근무한 내부 인사로, 이 중 2인은 최대주주의 가족이다. 이는 **의사결정의 일관성과 경영 안정성 면에서는 강점이지만, 경영 견제 장치가 약하다는 한계도 존재한다.** 사외이사는 3인으로 구성되지만 이 가운데 1인은 최대주주의 배우자로 독립성이 제한적이다. 외부 전문성을 가진 사외이사도 있으나, 전체 이사회 구성 대비 독립 이사의 비중은 높지 않다. 지분 역시 최대주주 일가에 집중돼 있어 경영권은 안정적이나, 지배구조 투명성 측면에서는 보수적으로 평가할 필요가 있다.

도표 2-6. 이사회 구성 현황

직명	성명	임기 (연임 여부/횟수)	선임배경	추천인	활동분야 (담당업무)	회사와의 거래	최대주주 또는 주요주주의 관계
사내이사 (대표이사)	김기병	2025.05 ~ 2028.05 (11회)	사업총괄 전문경영인	이사회	경영총괄	해당없음	최대주주 본인
사내이사 (대표이사)	백현	2024.03 ~ 2027.03 (3회)	여행관련 전문경영인	이사회	여행부문 경영총괄	해당없음	해당없음
사내이사 (대표이사)	김한준	2023.09 ~ 2026.09 (1회)	제주 드림타워 복합리조트 사업관련 전문경영인	이사회	제주 드림타워 복합리조트 부문 경영총괄	해당없음	최대주주의 자녀
사내이사	신정희	2025.05 ~ 2028.05 (11회)	마케팅 분야 전문인	이사회	마케팅 담당	해당없음	최대주주의 배우자
사외이사	오명	2023.09 ~ 2026.09 (1회)	주요 정부부처 및 기업체에서의 다양한 업무 경험 및 전문성 보유	이사회	경영자문	해당없음	해당없음
사외이사	유동수	2025.03 ~ 2028.03 (1회)	30여년 한국관광공사 해외지사장, 본부장 등을 역임 관련업무 전문성 보유	이사회	경영자문	해당없음	해당없음

출처 : DART, KIRA 2팀

동사 주주 구성

롯데관광개발의 지분 구조는 최대주주 일가가 41.6%를 보유하며 경영권을 확고하게 유지하는 형태다. 국민연금(6.8%)과 브이아피자산운용(5.7%) 등 기관투자가도 일정 비중을 보유하고 있어 주주 구성의 안정성을 높이고 있다. 또한 **외국인 지분이 15.7%로 나타나 해외 투자 수요 역시 꾸준한 편이며, 기타 주주가 약 30%를 차지해 시장 내 유통 물량도 적절히 분산된 구조**다. 이러한 지분 구조는 회사의 지배력 안정성과 동시에 일정 수준의 시장 참여를 유지하는 균형적 형태로 평가한다.

도표 2-7. 주주 구성

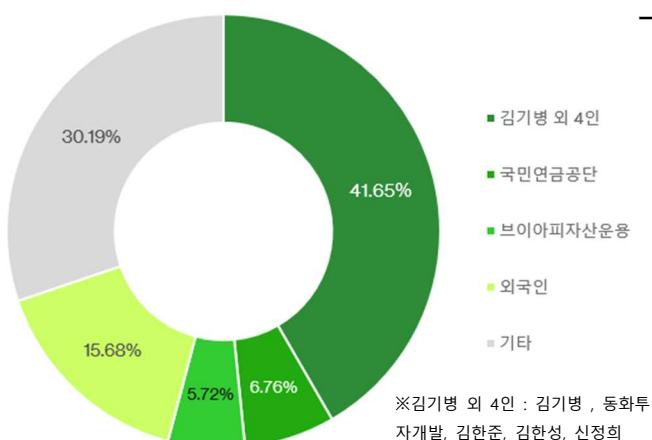
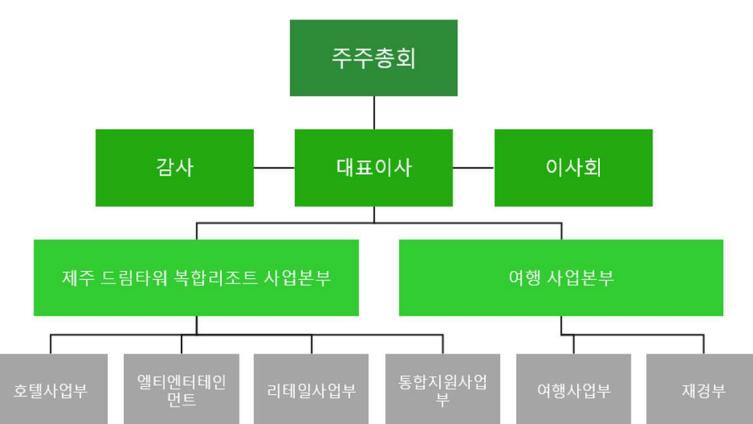


도표 2-8. 동사 조직도



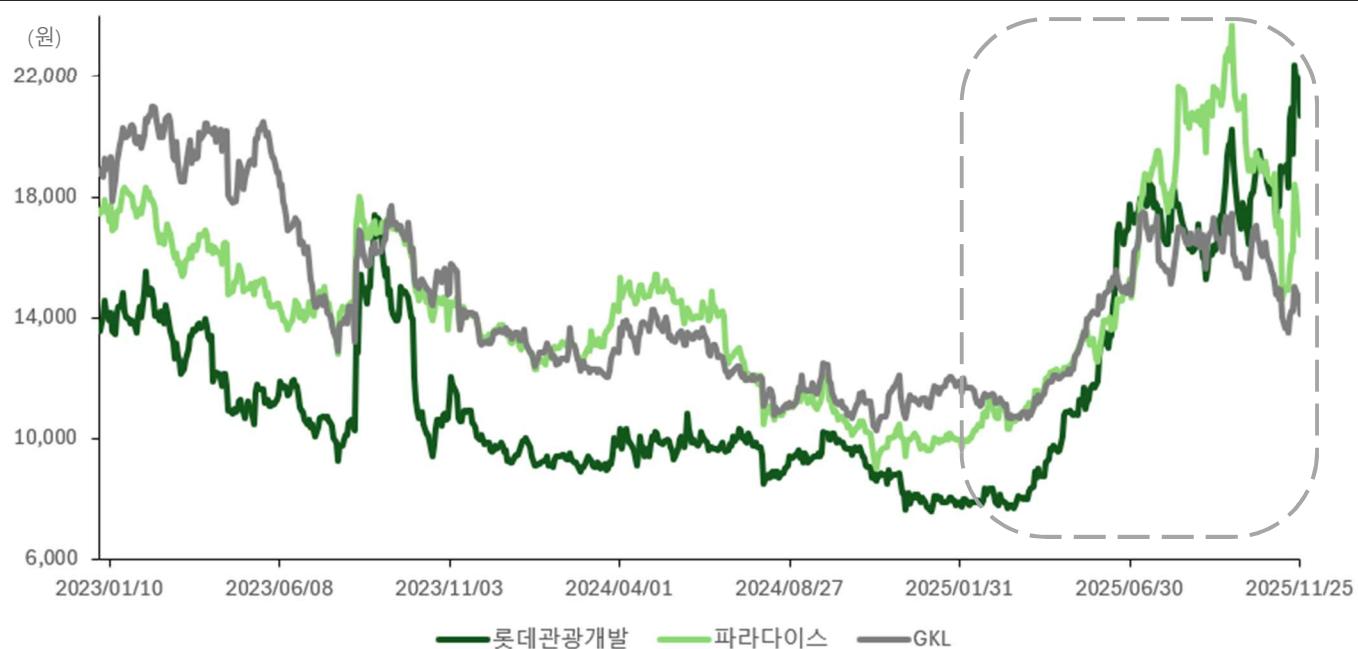
출처 : DART, KIRA 2팀

출처 : 동사 IR 자료, KIRA 2팀

III. 우물 한 개 제대로 팠더니... - 투자 포인트 1

국내 외국인 전용 카지노 3사(롯데관광개발·파라다이스·GKL) 주가는 모두 중국 관광 회복의 영향을 받지만, 최근 1년간 흐름을 보면 세 종목 간 온도차가 뚜렷하다. 특히 롯데관광개발은 제주 단일 자산의 높은 레버리지 구조를 기반으로 실적 모멘텀과 주가 반등 폭이 경쟁사 대비 더욱 빠르게 나타나고 있다. 아래 3사 주가 추이는 이러한 차별화된 회복 속도를 직접적으로 보여주는 자료이며, 이후 본문에서는 롯데관광개발이 왜 상대적으로 더 높은 투자 매력을 갖는지 구체적으로 설명하고자 한다.

도표 3-1. 카지노 3가 주가 추이



출처 : KRX, KIRA 2팀

제주 중심의 초고민감도
베타 플레이

롯데관광개발은 국내 외국인 전용 카지노 3사 가운데 유일하게 제주도 단일 자산에 집중된 구조로, 중국인 입도객 회복과 VIP 유입 증가가 실적에 그대로 반영되는 ‘레버리지 플레이’로 평가된다. 드림타워 카지노 매출은 2023년 대비 2024년에 약 2배 수준으로 증가했고, 2022년 1,187억 원 영업손실에서 2024년 3분기 누적 기준 368억 원 영업이익으로 전환하며 확실한 턴어라운드를 입증했다. 2024년 전체 기준으로도 매출은 전년 대비 50% 이상 증가한 4,714억 원, 영업이익은 392억 원을 기록하며 흑자 기조를 확고히 했다. 2025년 들어서도 중국 VIP 및 개별관광객 중심 수요가 견조하게 유지되면서 10월 카지노 매출이 전년 동기 대비 108% 증가했고, 월 방문객 5만 명 이상을 안정적으로 상회하는 등 고성장 흐름이 이어지고 있다.

겨울이긴한데요...
따뜻합니다

특히 2025년 3분기는 분기 최대 실적을 기록하며 본격적인 체질 개선 국면에 진입했다는 평가가 가능하다. 연결기준 매출은 약 1,867억 원, 영업이익은 530억 원内外를 기록하며 영업이익률 28%대를 달성했다. 당기순이익 또한 2분기 59억원에 이어 3분기 64억 8900만원으로 2분

기 연속 흑자를 이어갔다. 이는 단순 흑자 전환을 넘어, 드림타워가 ‘**매출 용량**’을 **본격적으로 활용**하기 시작한 구간으로 해석된다. 카지노 드롭액은 전년 대비 두 자릿수 이상 증가했고, 호텔·리테일·F&B 매출 역시 **외국인 체류 증가와 함께 동반 성장하며 복합리조트 모델의 시너지가 실적에 반영**되고 있다. 고정비 구조가 가벼운 단일 자산 모델 특성상, 매출이 증가할수록 영업이익이 기하급수적으로 확대되는 **영업레버리지 효과**가 더욱 뚜렷하게 나타나는 점도 주목할 필요가 있다.

중국 모멘텀 반영 1등

주가 측면에서도 롯데관광개발은 **제주·중국 모멘텀의 ‘순수 플레이어’**라는 점에서 파라다이스·GKL 대비 스토리가 가장 명확한 종목이다. 최근 1년간 주가는 7,000원대 저점에서 2만 원대 까지 3배 이상 상승하며 실적 개선을 선반영했지만, 52주 최고가(2만3천 원) 대비 아직 여지가 남아 있으며, 2025년~2026년 실적 성장률을 고려하면 현재 밸류에이션 부담도 크지 않다. 반면 파라다이스와 GKL은 서울·인천·부산 등 **복수 지역에 걸친 포트폴리오 운영 구조와 인건비·운영비 부담, 다중 사업장 관리 리스크 등 구조적 제약**을 안고 있다. 특히 두 회사는 최근 **일본인 인바운드 증가에 따른 수혜가 이미 주가에 상당 부분 반영되어 있어, 향후 중국인 인바운드 중심의 회복 사이클에서는 성장 탄력성과 베타가 제한적인 모습을 보일 가능성이 높다.**

중기 리레이팅을 뒷받침 하는 공급 제약 효과

이처럼 단기적으로는 중국인 인바운드 회복과 드림타워의 높은 수요 민감도가 실적·주가 모멘텀을 이끌고 있다면, 중기적으로는 국내 호텔·레저 산업 전반의 **공급 부족(쇼티지)** 이 롯데관광개발의 투자 매력을 더욱 강화하는 요인으로 작용한다. 2026~2027년에는 제한된 객실 공급과 정부의 인바운드 3,000만 명 확대 정책이 맞물리며 수요 초과 환경이 고착화될 전망이며, 이에 따라 **매출 성장과 영업이익률 개선이 동시에 나타나는 구조적 업사이드**가 가능해진다. 특히 제주 드림타워는 1,600실 규모의 국내 최대 단일 호텔로 공급 제약이 가장 큰 **제주 지역에서 사실상 독점적 지위**를 갖고 있어 **업황 호조 시 이익 민감도가 경쟁사 대비 압도적으로 높다**. 최근 OCC와 ADR 개선이 가장 뚜렷하게 관측되고 있다는 점은 이러한 구조적 강점이 현실화되고 있음을 보여주며, 중기적으로 롯데관광개발의 **장기 성장 가시성과 차별적 리레이팅 여지를 더욱 강화**한다.

이를 모두 점검하기 위해 본 보고서의 투자 논리는 다음과 같은 구조를 갖는다.

- ① 제주 단일 자산 구조에서 비롯되는 **높은 수요 민감도**
- ② 2025년 3분기 기준 확인된 **본격적인 이익 체력 회복**
- ③ 중국 관광객·VIP 유입 증가에 대한 **가장 높은 베타**
- ④ 경쟁사 대비 **밸류에이션 리레이팅 여지**
- ⑤ 중국인의 소비 여력 회복 및 확인
- ⑥ 중국 정부의 금리 인하 및 소비 장려 정책
- ⑦ 중국의 평균 임금의 꾸준한 상승과 환율 개선
- ⑧ 한일령, 중-일 갈등의 수혜자

III. 26년 붉은 말의 해 : 이미 콧김을 내뿜는 중인 CHINESE

- 투자 포인트 2

2026년, 붉은 말의 해가 다가오면서 중국 소비의 엔진도 다시 시동을 걸고 있다. 중국인은 이미 (1)충분한 소비여력을 확보하고 있으며, 정부는 (2) 금리 인하·소비 장려 정책 패키지를 연이어 추진하며 지갑을 열 환경을 만들어주고 있다. (3)임금 상승과 환율 개선은 해외여행 수요를 자극하고 있고, 그 흐름의 정면에는 한국, 특히 제주가 있다. 중국발 트래픽은 이미 출발선에서 콧김을 강하게 내뿜고 있다.

3.1. 충분한 소비여력

25년 : 소비체력의 완전한 회복 2025년 중국 가계 소비는 기초 체력이 확연히 회복된 한 해였다. 전국 1인당 가처분소득은 전년대비 **+4.8%**, 1인당 소비지출은 **+5%대** 증가하며 실질 소득과 소비가 동반 개선됐다. 소비여력은 도시뿐 아니라 농촌(+5.8%)에서도 고르게 확대되었고, 온라인 소매판매는 **+9%대 성장**을 기록하며 구조적 소비 회복세를 견인했다. 여기에 정부가 2024~2025년 동안 추진한 **소비쿠폰, 가전교체 보조, 서비스 소비 촉진 패키지** 등 정책 지원이 가계 구매력을 강화하며 소비 회복을 제도적으로 뒷받침했다. 결과적으로 2025년 중국 가계는 실질 소득의 회복, 정책 지원, 소비 심리 개선이 동시에 작동하며 **이미 충분한 소비여력을 확보한 상태였던 것으로 평가된다**.

26년 : 소비여력의 재확장 국면 2026년에는 **소득·정책·경기 안정**의 삼박자가 맞물리며 중국 가계의 소비여력이 한층 더 강화될 것으로 예상된다. 정부는 경기 방어를 위해 완화적 통화정책을 유지하고, 서비스업 중심의 고용·임금 개선 흐름도 이어질 전망이다. 골드만 삭스는 중국의 2026년 **GDP 성장률을 4.8%**로 **상향했으며**, FMI는 관광·서비스 소비가 2026년까지 구조적 증가세를 지속할 것으로 전망한다. 소득 상승과 정책 효과가 누적되면서 가처분소득은 추가 확대가 가능하며, 이에 따라 해외여행·레저 중심의 선택소비 여력도 크게 늘어날 것으로 보인다. 종합하면 2026년은 단순 정상화 구간을 넘어 **소비여력이 재차 확장되는 성장 국면으로 진입할 가능성성이 높다**.

도표 3-1. 중국 가처분소득 추이

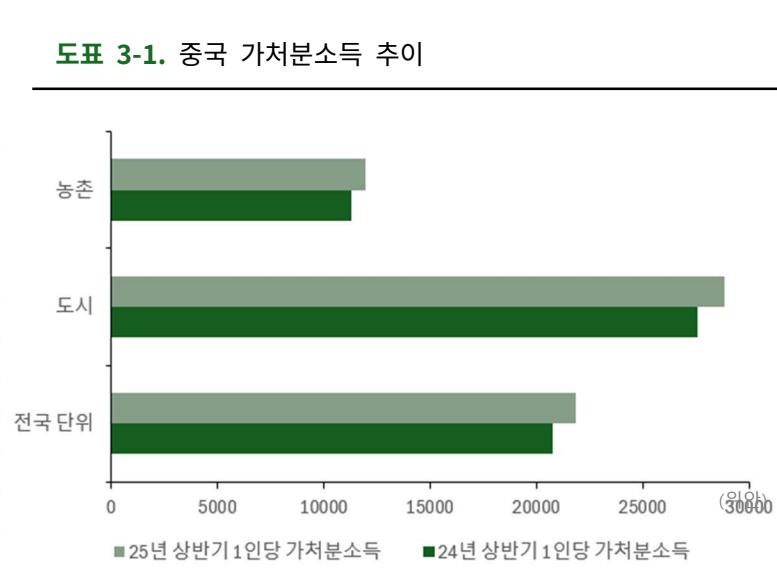
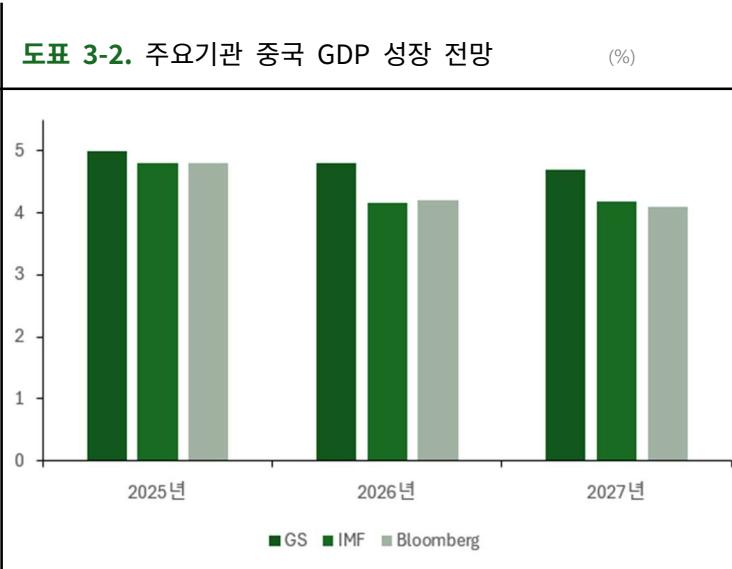


도표 3-2. 주요기관 중국 GDP 성장 전망 (%)



출처 : 중국 국가 통계국(NBS), KIRA 2팀

출처 : Bloomberg, KIRA 2팀

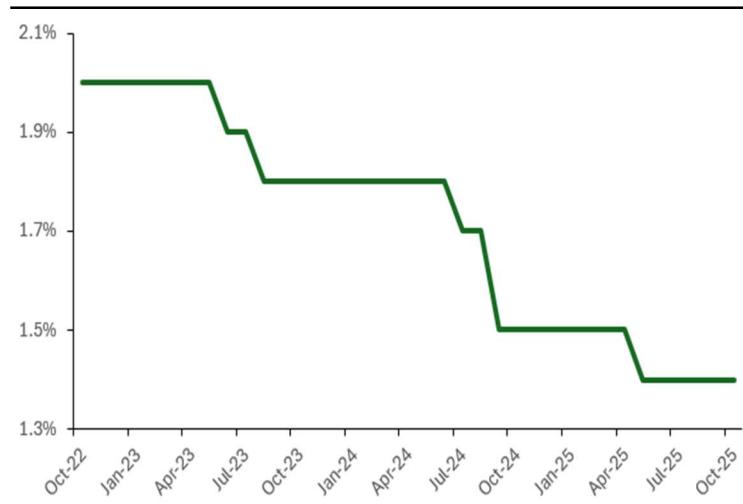
3.2. 소비 장려 정책

(1) 금리 인하 : 소비 회복의 시동

유동성 공급이 만든
소비 회복 기반

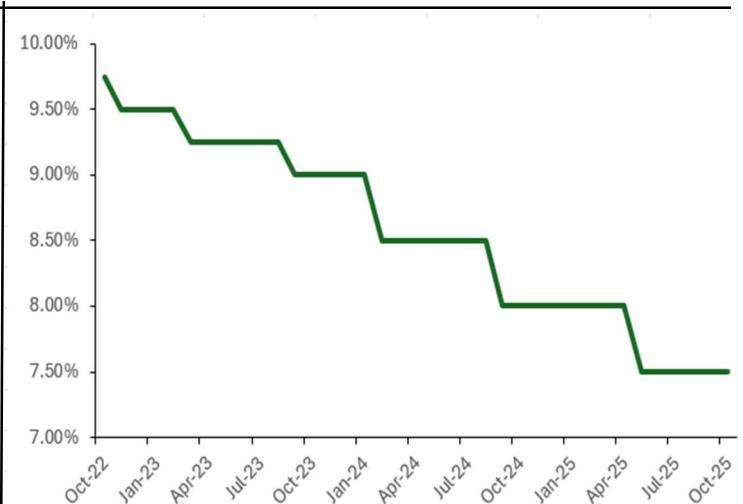
2025년 중국 인민은행(PBoC)은 경기 둔화와 무역갈등 심화에 대응해 통화정책 기조를 **완화** 쪽으로 분명히 돌렸다. 대표적인 단기 정책금리인 **7일물 역레포 금리를 1.50%에서 1.40%로 인하했고**, 은행이 의무적으로 보유해야 하는 돈(지급준비율·RRR)도 **0.5%p 낮추면서 대규모 유동성을 공급했다**. 이런 조치는 결국 **대출금리를 낮추고 소비·투자를 살리기 위한 정책이다**. 쉽게 말하면 돈을 빌리기 쉬운 환경을 만들면서, 가계와 기업이 조금 더 적극적으로 돈을 쓰도록 유도한 것이다. 2024년 말부터 이어진 완화 흐름이 2025년에 더욱 명확해졌다는 점이 핵심이다.

도표 3-3. 중국 7일물 역레포 금리 추이



출처 : 중국인민은행, KIRA 2팀

도표 3-4. 중국 지급준비율 추이



출처 : 중국인민은행, KIRA 2팀

(2) 소비 촉진 프로그램

트레이드-인과 소비
진작 프로그램의 결합

중국 정부는 소비 진작을 위한 **정책 교체 프로그램**을 적극적으로 확대하고 있다. 구형 가전·자동차를 신제품으로 바꾸는 트레이드-인 보조금 제도는 2025년 대상 품목을 기존에서 확대했고, 정부는 서비스업 소비 활성화를 위해 해당 업종 대출에 대해 **1%p 수준의 이자 보조까지 제공하기로 했다**. 이러한 정책은 단순히 ‘물건 팔기’에 그치지 않고, **소비자에게 지출 동기를 제공하고** 기업에게는 투자·수요 유입을 촉진하는 이중 구조를 갖는다. 특히 관광·호텔·카지노 등 서비스 산업은 교체 수요가 아닌, ‘체험·여행’이라는 선택 소비 기반이기에, 이러한 제도 변화는 해당 산업의 수혜 가능성을 한층 높인다. 교체 프로그램과 서비스업 보조금이 맞물린 구조는 **소비 지출 확대가 단발성이 아니라 정책-구조적 접근으로 전개되고 있다는 점에서, 중국 소비 회복판에서 관련 산업 불씨가 다시 타오를 수 있다는 기대를 갖게 한다**.

그림 3-5. 중국 발전개혁위 소비 촉진 선전물



출처 : 중국 발전개혁위 정책연구실, KIRA 2팀

도표 3-6. 소비 촉진 위한 특별 행동 계획

1	더 많은 주민소득 확대 행동
2	소비능력 강화 지원 행동
3	소비 환경 개선 및 품질 향상 행동
4	대규모 소비품 교체, 업그레이드 행동
5	소비 품질 향상 행동
6	편리한 소비확산 행동
7	소비 인프라 운영 최적화 행동
8	정책 지원 조치

출처 : 중국 발전개혁위 정책연구실, KIRA 2팀

3.3. 임금 상승과 환율 개선

(1) 임금의 꾸준한 상승

중국 소비를 이끄는 핵심소비는 중국 임금 통계를 살펴보면 도시 비(非)사영 부문과 사영 부문의 소득 격차가 명확하게 드러난다. 2024년 도시 비사영 부문의 평균 연봉은 124,110위안으로 전년 대비 2.8% 증가했으며, 사영 부문은 69,476위안으로 1.7% 상승했다. 비사영 부문은 정부·공공기관·국유기업 등 안정적 직군으로 구성된 중산층~중상층 핵심 소비계층으로, 소득 안정성과 가치분소득 여력이 높아 해외여행·레저·럭셔리 소비 성향이 강한 집단이다. 이들은 한국 관광 및 외국인 전용 카지노 산업의 주요 고객군인 VIP·하이엔드 소비층의 기반을 형성한다.

저물가, 임금상승의 긍정적 주목할 점은 같은 기간 중국 CPI 상승률이 약 0.2% 수준에 머무르며 사실상 물가 압력이 거의 없었다는 점이다. 임금 상승률은 2~3% 수준인데 반해 물가 상승률은 0%대에 그쳐, 실질 구매력이 개선되는 구조가 나타나고 있다. 이는 중국 핵심 고소득층의 소비여력 확대를 의미하며, 향후 한국 방문 관광객 증가와 고액 레저 수요 확대로 이어질 가능성이 높다. 결국 비사영 부문 소득 상승과 낮은 물가 환경의 결합은 한국 카지노·럭셔리 호텔·복합 리조트 업종에 긍정적인 수요 모멘텀으로 작용할 것으로 판단된다.

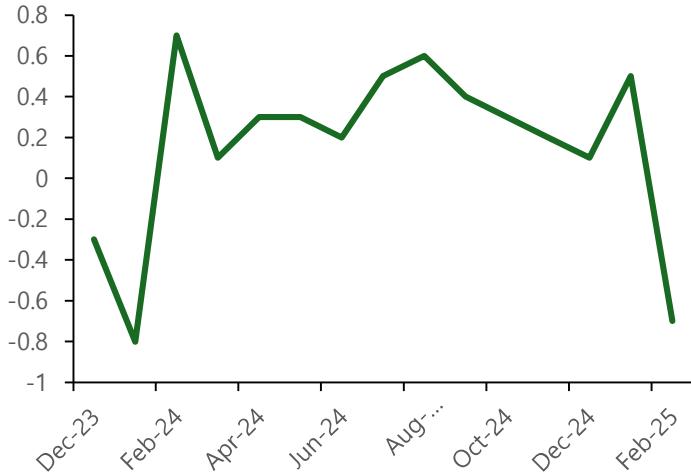
(2) 위안화 가치 상승

위안화 강세가 만드는 상대적 가격 매력

2025년 들어 위안화 대비 원화 환율이 평균 약 ₩196.6/¥1CNY 수준을 형성하고 있으며, 연중 고점은 약 ₩207.2/¥1CNY까지 상승했다. 이는 2024년 연말 환율인 약 ₩202.6/¥1CNY를 상회하는 수준으로, 중국 관광객 입장에서는 한국 방문 시 환율 유리 환경이 지속되고 있다는 의미다. 따라서 한국 관광 및 고액 레저 소비시장에 대한 중국 측 수요 기반이 여전히 우호적이라 판단된다.

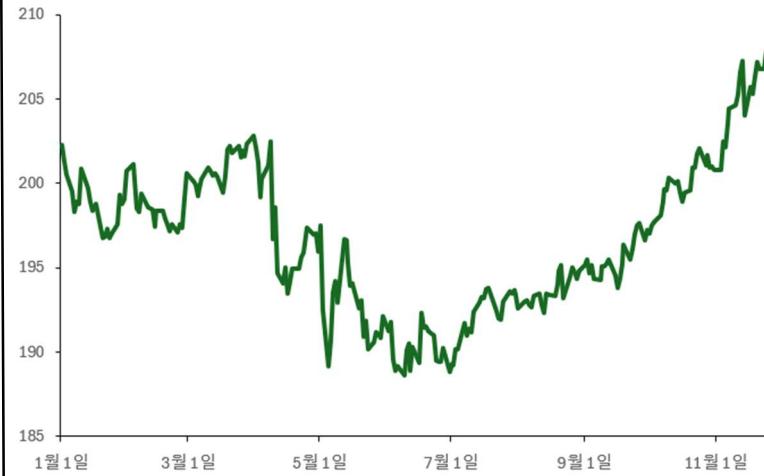
롯데관광개발(032350)

그림 3-7. 중국 CPI 변화 추이



출처 : 중국 국무원, KIRA 2팀

그림 3-8. 위안화/원화 환율 변화 추이



출처 : KRX, KIRA 2팀

3.4. 어부지리

최근 중국 정부가 일본 여행 규제를 강화하는 이른바 ‘한일령(韓日令)’ 조치를 시행하면서 일본행 수요가 둔화되고 있다. 일본은 중국 중산층·고소득층이 선호하던 대표적 단거리 여행지였기 때문에 규제의 직접적 타격이 크며, 이탈 수요가 자연스럽게 **대체 목적지인 한국으로 이동할 가능성이 커졌다**. 한국은 지리적 접근성, 소비 패턴, 여행 목적 등에서 일본과 유사한 구조를 지녀 대체 탄력성이 높아 정책 변화의 반사이익을 기대할 수 있다.

대체 수요를 촉진하는 정책 변수

특히 일본 규제가 장기화될 경우, 중국 여행업계·OTA(온라인 여행 플랫폼)·항공사들의 상품 구성에서도 **한국 노출도가 자연스럽게 확대될** 가능성이 높다. 일본이 제외되면 단거리 인기 목적지 중 선택지는 사실상 **한국·동남아**로 좁혀지는데, 이 중 한국은 ‘단기 여행 적합성’, ‘안전성’, ‘쇼핑·미식 중심 소비 구조’, ‘K-콘텐츠 인기’ 등에서 경쟁력을 확보하고 있다. 이러한 구조적 요인은 규제 전환 시 **중국 소비자의 행동이 한국으로 이동할 확률을 높이며, 항공·면세·호텔·카지노** 등 주요 관광업종으로 **신규 수요 유입 모멘텀**을 형성하는 요인으로 작용할 전망이다.

그림 3-9. 중-일 갈등 타임라인

10월 31일	시진핑 국가주석-사나에 총리, 경주 APEC 계기 중일정상회담, 일본의 침략 및 대만 문제등 거론
11월 7일	사나에 일본 총리, 대만 유사시는 일본이 집단 자위권 행사할 수 있는 존립위기 사태에 해당한다고 발언
11월 13일	중국 외교부, 일본 총리의 유사시 대만 개입 발언을 문제 삼으며 주중 일본 대사 심야 조치
11월 15일	중국, 일본 방문 자체 권고, 중국 주요 항공사 일본 행 항공편 무료 취소 지원 및 중국 대형 여행사는 일본 여행 상품 판매 중지
11월 16일	중국 교육부, 일본 유학 계획 신중 권고
11월 18일	주중 일본 대사관, 중국 체류 자국민 상대 안전 주의 당부
11월 19일	중국, 일본에 일본산 수산물 수입 중지 통보

출처 : 언론 종합, KIRA 2팀

그림 3-10. 중국 총영사관 안전 공문



출처 · 중국 총영사관 KIRA 2팀

IV. Valuation

4.1. 영업수익 추정

동사 영업수익은 카지노, 호텔, 여행 서비스 그리고 인터넷 정보제공 사업 등의 기타 수익으로 구분된다. 카지노 매출이 전체의 70%를 차지하고 호텔업과 여행 사업이 나머지를 양분한다. 이중 카지노 매출 부문을 가장 염밀하게 추정하였다.

(1) 카지노 부문

카지노 부문 영업수익 추정													
(단위 : 백만원, 명)	1Q 23	2Q 23	3Q 23	4Q 23	1Q 24	2Q 24	3Q 24	4Q 24	1Q 25	2Q 25	3Q 25	4Q 25E	2026E
카지노 부문 영업수익	16,357	31,674	52,323	52,065	70,008	66,539	84,225	73,859	84,545	110,039	139,348	143,567	748,642
YoY(%)	-	-	-	-	-	328.0%	110.1%	61.0%	41.9%	20.8%	65.4%	65.4%	94.4% 56.8%
중국 VIP 영업수익	-	-	-	-	40,613	41,351	39,661	46,230	43,662	58,865	75,012	93,155	521,880
YoY(%)	-	-	-	-	-	-	-	-	-	8%	42%	89%	102% 92.8%
중국인 VIP Q	-	-	-	-	7,817	11,923	12,454	16,719	15,666	23,026	34,521	27,334	164,385
파라다이스 제주 드롭액	-	-	-	-	64,466	70,634	75,307	64,303	39,902	43,696	43,754	59,351	186,703
파라다이스 제주 카지노 방문회수	-	-	-	-	13,282	14,924	17,027	15,460	9,077	9,705	8,909	12,088	159,116
파라다이스 제주 중국인 VIP Q	-	-	-	-	1,310	2,053	1,972	2,358	1,297	1,505	1,780	1,877	6,459
동사 카지노 드롭액	-	-	-	-	384,673	410,204	475,597	455,933	481,950	668,523	848,549	864,294	5,427,873
동사 카지노 방문회수	-	-	-	-	79,252	86,673	107,533	109,615	109,631	148,475	172,783	176,037	974,697
중국인 VIP P	-	-	-	-	5.2	3.5	3.2	2.8	2.8	2.6	2.2	3.4	3.2
중국인 VIP 테이블 인당 드롭액	-	-	-	-	25.69	18.26	15.69	15.16	13.72	13.94	11.84	17.96	16.53
중국인 VIP 마신 인당 드롭액	-	-	-	-	2.70	2.93	2.31	1.90	2.03	1.54	1.43	1.73	2.07
테이블 홀드율(%)	-	-	-	-	19.3%	17.7%	18.8%	17.3%	19.2%	17.5%	17.6%	18.2%	18.2%
마신 홀드율(%)	-	-	-	-	9.2%	8.0%	10.1%	7.4%	7.6%	7.8%	6.1%	8.0%	8.0%
기타 VIP 영업수익	-	-	-	-	18,912	14,519	28,655	13,626	16,727	14,417	9,867	13,971	31,015
YoY(%)	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-12%	-1%	-66%	3% -44%
기타 VIP Q	-	-	-	-	3,145	3,148	5,697	5,899	2,875	3,871	4,984	2,947	7,327
파라다이스 제주 기타 VIP Q	-	-	-	-	527	542	902	832	238	253	257	202	950
기타 VIP P	-	-	-	-	6.01	4.61	5.03	2.31	5.82	3.72	1.98	4.74	4.23
기타 VIP 테이블 인당 드롭액	-	-	-	-	29.73	24.29	24.79	12.67	28.64	20.31	10.78	24.99	22.02
기타 VIP 마신 인당 드롭액	-	-	-	-	3.12	3.90	3.65	1.59	4.25	2.24	1.29	2.41	2.81
테이블 홀드율(%)	-	-	-	-	19.3%	17.7%	18.8%	17.3%	19.2%	17.5%	17.6%	18.2%	18.2%
마신 홀드율(%)	-	-	-	-	9.2%	8.0%	10.1%	7.4%	7.6%	7.8%	6.1%	8.0%	8.0%
MASS 영업수익	-	-	-	-	10,877	11,244	15,810	14,017	24,884	37,144	54,201	36,441	195,747
YoY(%)	-	-	-	-	-	-	-	-	-	129%	230%	243%	160% 28%
MASS Q	-	-	-	-	68,290	71,603	89,382	86,997	91,091	121,579	133,278	145,756	823,062
중국인 MASS	-	-	-	-	49,852	52,270	65,249	63,508	66,496	88,752	97,293	106,402	600,258
기타 MASS	-	-	-	-	18,438	19,333	24,133	23,489	24,594	32,826	35,985	39,354	222,804
MASS P	-	-	-	-	0.16	0.16	0.18	0.16	0.27	0.31	0.41	0.25	0.24
MASS 테이블 인당 드롭액	-	-	-	-	0.79	0.83	0.87	0.88	1.34	1.67	2.22	1.32	1.24
MASS 마신 인당 드롭액	-	-	-	-	0.08	0.13	0.13	0.11	0.20	0.18	0.21	0.13	0.15
테이블 홀드율(%)	-	-	-	-	19.3%	17.7%	18.8%	17.3%	19.2%	17.5%	17.6%	18.2%	18.2%
마신 홀드율(%)	-	-	-	-	9.2%	8.0%	10.1%	7.4%	7.6%	7.8%	6.1%	8.0%	8.0%
괴리율(%)	-	-	-	-	0.56%	0.86%	-0.12%	0.02%	0.86%	0.35%	-0.19%	-	-

카지노 부문의 영업수익은 **P(인당 드롭액 × 홀드율)**과 **Q(방문객 수)**의 곱으로 산출된다. 중국인 인바운드 회복을 핵심 투자 포인트로 제시하기 위해서는, 특히 **중국 VIP를 중심으로 한 고객군별 P·Q 구조의 정교한 추정이 필수적이다**. 그러나 동사는 국적 및 VIP 여부에 대한 세분화된 통계를 제공하지 않고 있어 직접적인 산정이 어렵다. 이에 본 보고서는 후술할 추정 논리에 따라 고객군을 **중국인 VIP, 기타 외국인 VIP, MASS**로 구분하고, 각 군별 P·Q 기반의 구조적 접근을 통해 카지노 영업수익을 산정하였다.

$$\text{카지노 매출} = \sum (\text{테이블, 마신 홀드율} \times \text{고객 종류별 인당 드롭액}) \times (\text{고객 종류별 방문 횟수})$$

Q 추정	1Q 24	2Q 24	3Q 24	4Q 24	1Q 25	2Q 25	3Q 25
동사 카지노 드롭액	384,673	410,204	475,597	455,933	481,950	668,523	848,549
파라다이스 제주 드롭액	64,466	70,634	75,307	64,303	39,902	43,696	43,754
동사/파라다이스 드롭액 비율	17%	17%	16%	14%	8%	7%	5%
동사 카지노 방문횟수	79,252	86,673	107,533	109,615	109,631	148,475	172,783
파라다이스 제주 카지노 방문횟수	13,282	14,924	17,027	15,460	9,077	9,705	8,909
동사/파라다이스 방문횟수 비율	17%	17%	16%	14%	8%	7%	5%

중국, 기타 VIP, MASS Q 동사는 VIP 입장객 수를 별도로 공시하지 않기 때문에, 동종업계인 **파라다이스 제주 카지노의** 추정 **중국 VIP, 기타 VIP 방문 횟수**를 벤치마크하여 VIP 비중을 산정하였다.

- 파라다이스 제주는 월별 전체 입장객이 미공시되며 VIP 입장객만 공개됨
- 반면 롯데관광개발은 전체 입장객만 제공하고 VIP 구분이 없음

파라다이스 전체 입장객은 **월별 드롭액 비율의 격차가 입장객 비율의 격차와 동일하게 나타난**다는 가정을 바탕으로 추정하였다. 이를 통해 산출한 파라다이스 제주 전체 방문객 대비 **중국 VIP 비중을 동사에 동일하게 적용하여 고객군별 방문객 수를 재구성하였다.** 또한 기타 VIP 비중과 MASS 비중도 동일하게 추정하였다.

P 추정	1Q 24	2Q 24	3Q 24	4Q 24	1Q 25	2Q 25	3Q 25
파라다이스	중국인 VIP 드롭	37,188	43,520	35,504	40,241	20,431	23,293
	기타 VIP 드롭	17,317	15,280	25,651	11,861	7,827	5,705
	MASS 드롭	9,960	11,834	14,153	12,201	11,644	14,698
	중국인 VIP 드롭 비율	57.7%	61.6%	47.1%	62.6%	51.2%	53.3%
	기타 VIP 드롭 비율	26.9%	21.6%	34.1%	18.4%	19.6%	13.1%
	MASS 드롭 비율	15.5%	16.8%	18.8%	19.0%	29.2%	33.6%
동사	테이블 드롭액 비율	90%	86%	87%	89%	87%	90%
	중국인vip 테이블 드롭	200,801	217,763	195,441	253,489	214,918	320,938
	중국인 vip 머신 드롭	21,102	34,978	28,783	31,835	31,855	35,431
	기타vip 테이블드롭	93,505	76,457	141,202	74,716	82,334	78,605
	기타vip 머신 드롭	9,826	12,281	20,795	9,383	12,204	8,678
	매스 테이블 드롭	53,780	59,214	77,909	76,858	122,485	202,513
	매스 테이블 드롭	5,652	9,511	11,474	9,652	18,155	22,357

중국, 기타 VIP, MASS P 중국인 VIP의 드롭액은 파라다이스 제주 전체 드롭액 대비 중국 VIP 드롭액 비율을 기반으로 산출하였다.

- 파라다이스 제주는 월별 테이블/머신 드롭액을 분리하여 공개하지 않음
- 동사는 테이블/머신 드롭액을 분리하여 공개하지만 VIP, MASS 구분이 없음

먼저 월별 전체 드롭액을 기준으로 **테이블/머신 드롭액 비중을 산정한** 뒤, 이를 Q 추정 과정에서 도출된 **중국 VIP, 기타 VIP, MASS 고객군별 비중과 결합하여 고객군별 테이블·머신 드롭액**을 추정하였다. 이후 해당 값을 **고객군별 방문 횟수로 나누어 인당 평균 드롭액을 산출함으로**써 P(인당 드롭액 × 홀드율) 추정의 기초값으로 활용하였다.

$$P = \left(\frac{\text{전체 드롭액} \times \text{테이블 드롭액 비중} \times \text{고객군별 비중}}{\text{고객군별 방문 횟수}} \times \text{테이블 평균 홀드율} \right) + \left(\frac{\text{전체 드롭액} \times \text{머신 드롭액 비중} \times \text{고객군별 비중}}{\text{고객군별 방문 횟수}} \times \text{머신 평균 홀드율} \right)$$

홀드율 추정

테이블과 머신의 홀드율은 **2024년 1월 이후** 롯데관광개발이 기록한 실제 월별 실적의 평균값을 반영하였다.

방문객 수 및 드롭액

방문객 및 드롭액 성장률은 다음 방식으로 계산했다.

성장률 가정

① 2025년 4Q

25년 4분기 Q는 25년 10월까지 공개된 실적 데이터를 기반으로 산출하였다. 먼저 전체 카지노 방문횟수는 최근 월별 흐름을 반영하기 위해 **평균 MoM**을 적용하여 추정하였고, 이후 고객군별 구성 비중은 파라다이스 제주 고객군 믹스를 벤치마킹하여 재산정하였다. 파라다이스 제주의 고객군 비율 또한 개별 월의 변동성을 완화하기 위해, 평균 MoM을 활용해 추정치를 도출하였다. 이를 통해 고객 구성 변화의 노이즈를 최소화하면서도 시장 구조를 반영한 보다 안정적인 Q값을 확보하였다.

② 2025년 4Q P

VIP P는 **분기별 변동 폭이 큰 지표로, 특정 분기에 대한 편향된 결과가 종장기 추정을 왜곡할 가능성이 존재한다.** 이에 따라 25년 4분기 P값 산정 시에는 24년 1분기부터 25년 3분기까지의 실제 P값을 활용해 평균치를 산출하였고, 이를 기반으로 변동성 완화 및 예측 안정성을 확보하였다. 테이블 홀드율과 머신 홀드율 또한 변동폭이 커 평균값을 이용하였다

전체 드롭액은 **방문횟수(Q)와 높은 상관성을** 지니는 점을 고려하여, Q 추정과 동일하게 **평균 MoM**을 적용해 산출하였다. 또한 테이블·머신 드롭액 비중 역시 동일한 평균 MoM 방식으로 도출해 월별 변동성을 최소화하였다. 이를 통해 실제 수요 흐름을 반영하면서도 안정적인 드롭액 추정 구조를 확보하였다.

③ 2026년 영업수익 추정

25년 4분기까지는 파라다이스 제주 카지노의 지표를 벤치마킹하여 고객군별 비중과 드롭액 구조를 추정하였으나, 26년 전망치에는 이를 적용하지 않았다. 최근 파라다이스 제주 카지노는 방문객 수와 드롭액이 지속적으로 감소한 반면, 동사는 안정적인 증가세를 유지하고 있어 두 회사 간 영업 지표의 방향성이 점차 괴리되고 있기 때문이다.

따라서 **동일한 비중 구조를 26년에 그대로 반영할 경우** 동사의 성장 가능성을 충분히 반영하지 못한다고 판단하였으며, 25년 4분기 추정 방식과의 일관성 저하에 대한 우려는 존재하지만, 동사의 고유한 성장률과 추세를 기반으로 한 추정이 더 높은 신뢰성을 확보하는 것으로 판단하였다.

26년 추정치는 QoQ와 계절성을 결합한 성장률을 적용하여 산정하였다.

(2) 호텔 부문

롯데관광개발의 호텔 부문 영업수익은 객실 부문 매출 그리고 리테일 부문 매출과 기타 부문 매출을 합하여 분석하였다. 기타 부문 매출에는 호텔 용역 및 객실 임대 수익 등이 포함된다.

호텔 부문 영업 수익 추정													
(단위 : 억원, 실)	1Q 23	2Q 23	3Q 23	4Q 23	1Q 24	2Q 24	3Q 24	4Q 24	1Q 25	2Q 25	3Q 25	4Q 25E	2026E
호텔 부문 영업수익	222	311	375	330	260	376	451	381	312	408	457	469	1,797
YoY(%)	-	-	-	-	17.1%	20.9%	20.3%	15.5%	20.0%	8.5%	1.3%	23.0%	9.2%
객실 부문 영업수익	140	212	267	226	182	286	353	285	229	296	337	355	1,284
YoY(%)	-	-	-	-	30.0%	34.9%	32.2%	26.1%	25.8%	3.5%	-4.5%	24.4%	5.6%
% of 호텔 부문 영업수익	63%	68%	71%	68%	70%	76%	78%	75%	73%	73%	74%	76%	71%
평균 판매 가능 객실	1,256	1,433	1,512	1,555	1,600	1,600	1,600	1,600	1,600	1,600	1,600	1,600	1,600
평균 OCC(%)	48%	65%	78%	64%	50%	68%	77%	66%	55%	88%	90%	89%	81%
평균 ADR(천원)	257.7	251.0	246.0	247.0	256.7	294.3	317.3	301.3	289.7	231.3	253.7	267.8	267.8
리테일 및 기타부문 영업수익	82	99	108	104	78	90	98	96	83	112	120	114	512
YoY(%)	-	-	-	-	-4.9%	-9.1%	-9.3%	-7.7%	6.4%	24.4%	22.4%	18.8%	19.4%
% of 리테일 및 기타 부문 영업수익	37%	32%	29%	32%	30%	24%	22%	25%	27%	27%	26%	24%	29%
과리율(%)	4%	2%	1%	1%	6%	5%	3%	4%	4%	2%	1%	-	-

객실 매출은 다음과 같은 공식으로 산출한다.

$$\text{객실 매출} = \text{ADR} (\text{객실단가}) \times \text{OCC} (\text{판매 가능 객실수 점유율}) \times \text{판매가능 객실수} \times \text{가중치}(0.85) \times 365\text{일}$$

판매 가능 객실 가중치

호텔 부문 실적은 **판매가능 객실 1,600실을 전 기간 100% 가동할 수 없다는 점을 감안해, 분기별 실질 판매가능 객실수에 85% 가중치를 적용하여 추정하였다.** 이에 따라 객실매출은 OCC, ADR의 25년 평균값을 적용하여 과대 추정 가능성은 최소화하였다.

호텔 부문 영업수익

① 25년 4Q 영업수익 추정

성장률 가정

25년 4분기 객실 부문 영업수익은 QoQ 기반 산출 결과 355억 원(+24.4% QoQ)으로 추정된다. 성수기 효과보다 판매가능 객실수 조정과 OCC 개선폭 확대가 매출 증가의 주요 변수로 작용했다. **리테일 및 기타 부문 역시 객실 매출과의 연동성을 반영하여 114억 원(+18.8% QoQ)**으로 추정되며, 구조적으로 객실 매출의 탄력에 비례하는 흐름이 유지되고 있다.

② 26년 영업수익 추정

26년에는 동일한 산식을 적용한 결과, 객실 부문 연간 영업수익이 **1,284억 원(YoY +5.6%)**, 리테일 및 기타부문은 512억 원(YoY +19.4%)으로 예상된다. 특히 **26년에는 분기별 OCC가 80% 내외에서 안정화되고 ADR이 26만~27만 원 수준을 유지하면서, 실질 판매가능 객실수 조정을 감안하더라도 안정적인 매출 기반이 확보되는 구조다**

(3) 여행 사업 및 기타 부문 추정

여행업과 기타 부문은 P·Q 기반 세부 산식 적용을 검토했으나, 사업보고서 및 IR 자료에서 매출 구성요소(단가, 고객수 등)를 확인할 수 없어 구조적 추정이 제한적이었다. 이에 따라 동부

롯데관광개발(032350)

영업 및 신규부문 분기별 여행사업 및 기타 부문 영업 수익 추정

(단위 : 백만원)	1Q 23	2Q 23	3Q 23	4Q 23	1Q 24	2Q 24	3Q 24	4Q 24	1Q 25	2Q 25	3Q 25	4Q 25E	2026E
여행 사업 부문 영업수익	16,357	14,589	14,057	16,195	17,920	24,529	26,765	14,877	21,881	24,041	21,707	22,543	155,450
YoY(%)	-	-	-	-	9.6%	68.1%	90.4%	-8.1%	22.1%	-2.0%	-18.9%	51.5%	72.4%
기타 부문 영업수익	652	564	518	606	495	613	631	985	591	670	1,438	899	3,597
YoY(%)	-	-	-	-	30.0%	34.9%	32.2%	26.1%	25.8%	3.5%	-4.5%	-8.7%	0.0%
인터넷 정보 제공	642	536	506	593	484	604	623	985	591	669	1,438	899	3,597
용역	10	28	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
임대	-	-	12	13	11	9	8	-	-	1	-	-	-
합계	17,009	15,153	14,575	16,801	18,415	25,142	27,396	15,862	22,472	24,711	23,145	23,442	159,047

4.2. 영업비용 추정

영업비용 추정	1Q 23	2Q 23	3Q 23	4Q 23	1Q 24	2Q 24	3Q 24	4Q 24	1Q 25	2Q 25	3Q 25	4Q 25E	2026E
(단위 : 원)													
영업수익	47,108,205,040	76,937,822,659	96,773,231,269	92,729,016,414	106,226,678,882	116,078,341,581	139,149,238,475	110,013,694,246	121,947,998,745	157,681,880,576	186,669,838,390	213,865,045,315	1,087,357,290,393
영업비용	80,512,182,577	95,186,530,428	96,432,560,348	102,022,790,501	97,435,714,445	110,191,801,642	116,985,706,275	107,848,115,482	108,923,120,538	124,567,829,645	133,712,647,459	148,220,469,708	840,676,537,059
영업비용율	171%	124%	100%	110%	92%	95%	84%	98%	89%	79%	72%	69%	77%

26년에도 **중국인 인바운드 수요가 전년 대비 꾸준한 증가세를 보일 것으로 예상된다.** 방한 목적지의 회복 속도가 제주를 중심으로 빠르게 전개되고 있으며, 이에 따라 외국인 고객 기반의 매출은 안정적 우상향 흐름을 이어갈 전망이다. 동시에 **여행사업 부문에서는 내수 여행 수요가 구조적으로 확대되는 흐름이 지속되고 있어, 전체 영업수익의 추가적인 성장 여력을 확보하고 있는 구간으로 판단된다.**

영업비용 추정 방식은 보수적 접근을 위해 구분하여 적용하였다. 우선 **2025년 4분기는 실제 분기별 흐름을 반영하기 위해 QoQ 성장을 기반으로 산출하였으며, 2026년의 경우 2025년 연간 평균을 적용하여 추정치를 도출했다.**

4.3. 판매비, 관리비 추정

판관비 추정		2022	2023	2024	2025E	2026E
(단위 : 천원)						
원재료 및 상품의 변동	변동비	16,480,372	13,888,514	12,767,748	14,626,779	15,064,489
항공권 원가	매출에 연동	1,223,824	10,547,026	16,597,588	21,305,286	25,566,343
급여	직원수에 연동	-	86,072,910	97,226,601	97,343,580	100,263,887
퇴직 급여	직원수에 연동	-	7,154,221	8,599,928	8,777,551	9,040,877
복리후생비	직원수에 연동	-	3,021,154	3,885,024	4,370,835	4,458,251
감가상각비 및 무형자산감가상각비	변동비	76,603,584	86,722,761	85,003,779	82,939,459	78,792,486
지급수수료	변동비	41,510,950	58,908,752	65,943,705	58,584,929	61,145,795
수도광열비	고정비	10,229,915	12,861,482	12,930,099	12,559,515	12,783,699
보험료	고정비	5,571,357	7,350,934	8,774,578	10,238,491	10,545,645
소모품비	변동비	12,199,838	15,814,377	16,351,114	18,437,021	19,917,910
광고선전비	변동비	3,811,938	14,560,981	18,921,080	26,161,718	28,777,889
세금과공과	고정비	3,044,115	30,623,341	54,184,782	75,393,660	77,655,469
대손상각비(대손충당금 환입)	고정비	(7,990)	(136,403)	1,094,769	5,988	5,988
기타여행경비	변동비	3,484,152	10,092,947	14,103,718	12,945,854	14,240,439
기타	고정비	14,039,238	16,671,067	16,076,825	15,313,833	16,020,575

2026년 판관비는 항목별 비용 성격을 반영한 보수적 추정 방식을 적용하였다. 변동비 항목은 과거 2개년 증가율과 매출 연동성을 기반으로 평균 성장률을 적용해 원재료비(15.1억), 항공권 원가(25.6억), 지급수수료(61.1억), 소모품비(19.9억), 광고선전비(28.8억)에서 합리적인 증가율을 반영하였다. 급여는 사업보고서에 공시되는 직원수, 연간 급여 총액 자료를 기반으로 전년 대비 3% 수준의 안정적 증가율을 적용하였으나, 복리후생비와 퇴직급여는 공시상 세부 내역이 존재하지 않아 직원 수 추정이 불가능해 **분기별 QoQ 변동률을 반영하는 방식으로 추정하였다.** 감가상각비는 자산 잔액 감소를 감안해 -5%의 보수적 조정을 반영하였으며, 수도광열비, 기타 등 고정비 항목은 **3개년 이동평균**을 적용하였다. 기타여행경비는 관광객 증가를 고려해 10% 수준의 증가로 가정하였다.

직원수 추정						
(단위 : 백만원, 명)	2022	2023	2024	2025E	2026E	
직원수	-	1,058	998	1,107	1,054	
연간 급여 총액	-	48,604	49,858	46,321	48,261	
평균 급여액	-	46	50	45	48	

4.4. 영업 외 손익 추정

영업외손익은 항목별 변동성이 크고 분기 간 일회성 요인이 빈번하게 발생하는 특성을 고려해 보수적인 추정 방식을 적용하였다. 2025년 4분기는 특별한 이벤트가 없다는 가정하에 **3분기 수치를 플랫하게 반영**하여 연간 영업외손익 수준을 산정하였다. 2026년 역시 구조적 변동성이 제한적일 것으로 보고 **전년과 동일한 수준의 플랫(Flat) 추정치를 적용하였다.** 다만 단순 플랫만으로는 과거 흐름을 충분히 반영하기 어렵기 때문에, 중기적 추세 파악을 위해 **2022년 이후 실적을 기반으로 평균을 산출하여 보정치로 활용하였다.** 이를 통해 단기 변동성과 일회성 요인을 제거하고, 기업의 정상화된 영업외손익 레벨을 보다 정확하게 도출하고자 하였다.

금융수익 추정						
(단위 : 천원)		2022	2023	2024	2025E	2026E
이자수익	AVERAGE	434,841	787,786	1,021,132	1,989,796	1,058,389
외환차익	AVERAGE	688,710	1,867,126	1,884,552	8,874,537	3,328,731
외화환산이익	FLAT	8,345,805	4,294,360	303,585	395,183	395,183
당기순익인식금융부채평가이익	AVERAGE	1,564,638	2,334,056	316,861	73,278	1,072,208
당기순익인식금융자산평가이익	-	-	-	830	-	-
채무조건변경이익	-	-	-	4,768,580	0	0
기타금융수익	AVERAGE	-	412,120	58,625	445	157,063
합계		11,033,994	9,695,448	8,354,165	11,333,239	6,011,575

금융비용 추정						
(단위 : 천원)		2022	2023	2024	2025E	2026E
이자비용	AVERAGE	92,761,568	114,045,310	151,608,734	4,768,580	90,796,048
외환차손	AVERAGE	12,804,788	7,076,178	1,439,425	58,625	5,344,754
외화환산손실	AVERAGE	111,245	29,020	13,723,026	0	3,465,823
당기순익인식금융자산평가손실	FLAT	725,015	-	-	321,272	321,272
당기순익인식금융자산거래손실	FLAT	-	-	-	92,012	92,012
사채상환손실	FLAT	9,569,296	6,717,261	488,275	0	0
기타금융비용	FLAT	-	34,146	-	159,422	159,422
합계		115,971,912	127,901,915	167,259,460	5,399,911	100,179,331

기타이익 추정						
(단위 : 천원)		2022	2023	2024	2025E	2026E
유형자산처분이익	AVERAGE	9,089	12,270	16,814	19,090	14,316
사용권자산처분이익	AVERAGE	131	854,943	2,900	3,582	215,389
유/무형자산손상차손환입	AVERAGE		20,000	-	43,674	31,837
배당금수익	FLAT	-	-	-	313,600	313,600
기타대손충당금환입	FLAT	-	-	-	258,520	258,520
잡이익	AVERAGE	431,257	565,394	158,725	128,761	321,034
교육사업수익	FLAT	-	9,130	7,990	0	0
합계		440,477	1,461,737	186,429	767,227	1,154,696

기타비용 추정						
(단위 : 천원)		2022	2023	2024	2025E	2026E
유형자산처분손실	AVERAGE	22,167	60,534	6	40,400	30,777
사용권자산처분손실	FLAT	40,346	393	0	537	537
기부금	AVERAGE	334,776	579,048	971,991	97,400	495,804
손해배상금	AVERAGE	-	34,125,426	2,918,104	2,910,130	13,317,887
잡손실	AVERAGE	190,111	297,532	465,687	314,709	317,010
재고자산감모손실	AVERAGE	301	1,821	339	55	629
기타의지급수수료	FLAT	-	1,570,350	41,009	0	0
합계		587,701	36,635,104	4,397,136	3,363,231	14,162,643

4.5. 법인세 비용 추정

세전순이익은 사업보고서 상 표기되는 ‘법인세차감전순손익’을 기준으로, **영업수익에서 영업비용을 차감한 뒤 금융손익·기타손익 및 관계기업투자손익을 합산하여 산출하였다.** 법인세 비용은 일회성 요인 및 세무조정에 따른 연도별 변동성을 제거하기 위해, 최근 **3개년 실효세율을 평균화한 값을 적용하여 추정하였다.** 이를 통해 개별 연도의 환율 변동, 충당금 설정, 과세표준 변동 등 비정상적 요인의 영향을 최소화하고, 정상화된 부담수준을 반영한 법인세 비용을 도출하였다. 당사는 이러한 방식이 영업외손익 변동성과 세무비용의 불규칙성을 제거하면서도, 기업의 중기 재무구조를 가장 안정적으로 반영하는 접근이라고 판단한다.

법인세비용 추정					
(단위 : 백만원)	2022	2023	2024	2025E	2026E
세전순이익	-224,038	-213,398	-122,520	31,510	286,697
법인세 비용	670	-11,067	-5,947	1,030	12,815
유효법인세율%	-0.30%	5.19%	4.85%	3.27%	4.47%

4.6. 목표 주가 산출 - EV/EBITDA

동사의 실적 추정에서는 카지노·호텔 부문의 구조적 레버리지 효과와 인바운드 회복에 따른 EBITDA 개선 흐름이 핵심 동력으로 작용한다. 이에 Valuation으로 파라다이스를 주요 피어그룹으로 설정하였다. 파라다이스는 국내 외국인 전용 카지노 운영사로서 사업 구조, 자산 비중, 투자 사이클이 유사하며, 업계에서 EV/EBITDA가 표준 멀티플로 활용되고 있다. 또한 카지노·호텔업 특성상 감가상각비 비중이 높아 회계상 이익의 변동성이 큰 만큼, **본업의 현금창출력을 직접 반영하는 EBITDA 중심 평가가 가장 일관된 가치 판단 기준으로 적합하다.** 이에 따라 본 보고서는 **EV/EBITDA 멀티플을 기반으로 동사 목표주가를 산출하였다.**

(1) 순차입금 추정

순차입금 추정					
(단위 : 백만원)	2022	2023	2024	2025E	2026E
순차입금	966,647	991,255	984,723	879,336	835,076
기말 이자부부채	1,004,701	1,047,839	1,051,732	992,555	969,228
단기차입금	734,007	760,586	2,780	830	810
유동성사채	38,733	14,605	0	-	-
유동성전환사채	81,868	175,047	239,189	78,623	75,489
당기손익-공정가치측정금융부채	2,893	317	0	55	-
기타유동금융부채	17,275	23,006	42,478	61,110	58,400
장기차입금	-	-	740,826	817,784	798,451
전환사채	108,647	47,948	0	6,100	5,800
비유동_당기손익-공정가치측정금융부채	-	-	-	0	-
순확정급여부채	21,277	26,330	26,459	28,053	30,278
현금 및 현금성자산 + 단기금융상품	38,054	56,584	67,009	113,219	134,152

① 25년 4Q 추정

2025년 순차입금은 재무상태표 특성상 연말 잔액(Stock)을 기준으로 산출하되, **3분기말 부채를 기초값으로 사용하고 연말 변동요인을 제한적으로 반영하는 방식**을 적용하였다. 동사는 2024~2025년 동안 리파이낸싱을 통해 고금리 차입금을 은행권 차입으로 대체하고 일부 단기 부채를 장기화하여, **단기차입금은 소폭 감소·장기차입금은 완만한 축소가 예상된다.** 전환사채는 주가 수준을 고려할 때 전환 가능성성이 낮아 잔액 변동이 제한적이며, FVTPL 부채는 금리·주가 영향에 따라 ±5~10% 이내의 평가 변동만 반영하였다. 기타 유동금융부채는 구조적으로 변동폭이 작고, 순확정급여부채는 연말 재측정 효과로 소폭 증가하는 수준이다. 종합적으로, 2025년 연말 부채는 **3Q 잔액을 기반으로 리파이낸싱 효과·평가변동·운영현금흐름 개선을 보수적으로 반영한 추정치가 가장 합리적인 접근으로 판단된다.**

② 26년 추정

2026년 순차입금은 **2025년 말 추정치를 기초로 하되, 리파이낸싱 종료 이후 안정적 재무구조와 영업 정상화 흐름을 반영해 산출하였다.** 2024~2025년 진행된 대규모 차입

구조조정이 대부분 마무리되면서, 2026년에는 신규 차입보다 기존 부채의 상환과 축소가 중심이 될 것으로 판단된다. 단기차입금, 유동성사채는 단기 조달 필요성 약화로 전년 대비 감소가 예상되며, 장기차입금도 상환 스케줄에 따른 점진적 축소를 반영하였다. 전환사채와 FVTPL 부채는 전환 가능성이 낮아 구조적 변화는 제한적이며, 만기 경과 및 할인율 조정에 따른 소폭 감소만 고려하였다. 기타 유동금융부채는 변동성이 작아 2025년 수준 유지가 합리적이며, 순확정급여부채는 재측정 요인으로 소폭 증가하는 흐름을 반영하였다. 현금 및 단기금융상품은 리파이낸싱 이후 운영현금흐름 개선과 이자비용 부담 완화를 기반으로 2025년 대비 완만한 증가를 가정하였다.

파라다이스 순차입금 추정					
(단위 : 백만원)	2022	2023	2024	2025E	
순차입금	166,094	409,372	470,440	779,513	
이자부채	658,823	1,206,271	1,125,136	1,058,345	
단기차입금	202,710	334,351	281,350	207,950	
장기차입금	65,716	673,678	643,443	652,059	
전환사채	190,341	0	0	0	
유동리스부채	26,283	27,293	30,892	32,611	
비유동리스부채	173,773	170,949	169,451	165,725	
현금성자산	492,729	796,899	654,696	278,832	
현금및현금성자산	487,396	688,899	577,696	269,832	
단기금융상품	5,333	108,000	77,000	9,000	

(2) EBITDA 추정

EBITDA 추정					
(단위 : 백만원)	2022	2023	2024	2025E	2026E
EBITDA	-42,117	26,117	124,000	247,639	325,492
영업이익	-118,720	-60,606	39,006	164,700	246,700
감가상각비 및 무형자산 감가상각비	76,603	86,723	84,994	82,939	78,792

파라다이스 EBITDA 추정					
(단위 : 백만원)	2022	2023	2024	2025E	
EBITDA	105,179	228,768	214,168	260,994	
영업이익	10,413	145,770	136,055	186,185	
감가상각비 및 무형자산 감가상각비	94,766	82,998	78,113	74,809	

파라다이스 EV/EBITDA					
(단위 : 백만원)	2022	2023	2024	2025E	
시가총액	1510000	1150000	829000	1528400	
순차입금	166094	409372	470440	779513	
EV	1676094	1559372	1299440	2307913	
EBITDA	105179	228768	214168	260994	
EV/EBITDA	15.94	6.81	6.07	8.84	

(3) 목표 주가 산출

롯데관광개발 Valuation - EV/EBITDA	
(단위 : 백만원)	2026년 기준
2026E EBITDA	325,492
Target EV/EBITDA	8.8
보통주 적정 시가총액	2,042,273
목표주가(원)	25,676
현재주가(25.11.28 종가)	19,270
상승여력	33%

2026년 EBITDA 3,255억 원과 Target EV/EBITDA 8.8배를 적용한 결과, 동사의 적정 시가총액은 약 2.0조 원으로 산출되며 목표주가는 25,676원으로 도출된다. 이는 현 주가(25.11.28 기준 19,270원) 대비 약 **33%의 업사이드**가 존재하는 수준이다.

인바운드 회복세가 본격화되고 객실·카지노 부문의 구조적 레버리지 효과가 강화되면서, 동사는 EBITDA 중심의 실적 턴어라운드 국면에 진입한 것으로 판단된다. 리파이낸싱 종료 이후 안정적인 재무구조가 확보되고, 호텔, 카지노 전 부문에서 영업현금흐름 개선이 이어질 전망인 점도 기업가치 재평가의 모멘텀으로 작용한다.

이에 당사는 동사에 대해 **투자의견 ‘매수(Buy)’**를 제시하며, 중기적으로 실적 개선과 멀티플 정상화가 동시에 가능한 업종 내 차별화된 수혜 기업으로 판단한다.

APPENDIX

- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 타인의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었습니다.
- 본 재무학회는 자료공표일 현재 동 종목 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 본 재무학회는 자료공표일 현재 해당 기업과 관련하여 특별한 이해관계가 없습니다.
- 본 자료는 신뢰할만하다고 판단되는 자료에 의거하여 만들어진 것이지만, 본 학회가 그 정확성이나 안전성을 보장할 수는 없습니다.
- 본 자료를 참고한 투자자의 투자 의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 본 학회는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않습니다.
- 또한, 본 자료는 당사 투자자에게만 제공되는 자료로 당사의 동의 없이 본 자료를 무단으로 복제 전송 인용 배포하는 행위는 법으로 금지되어 있습니다.